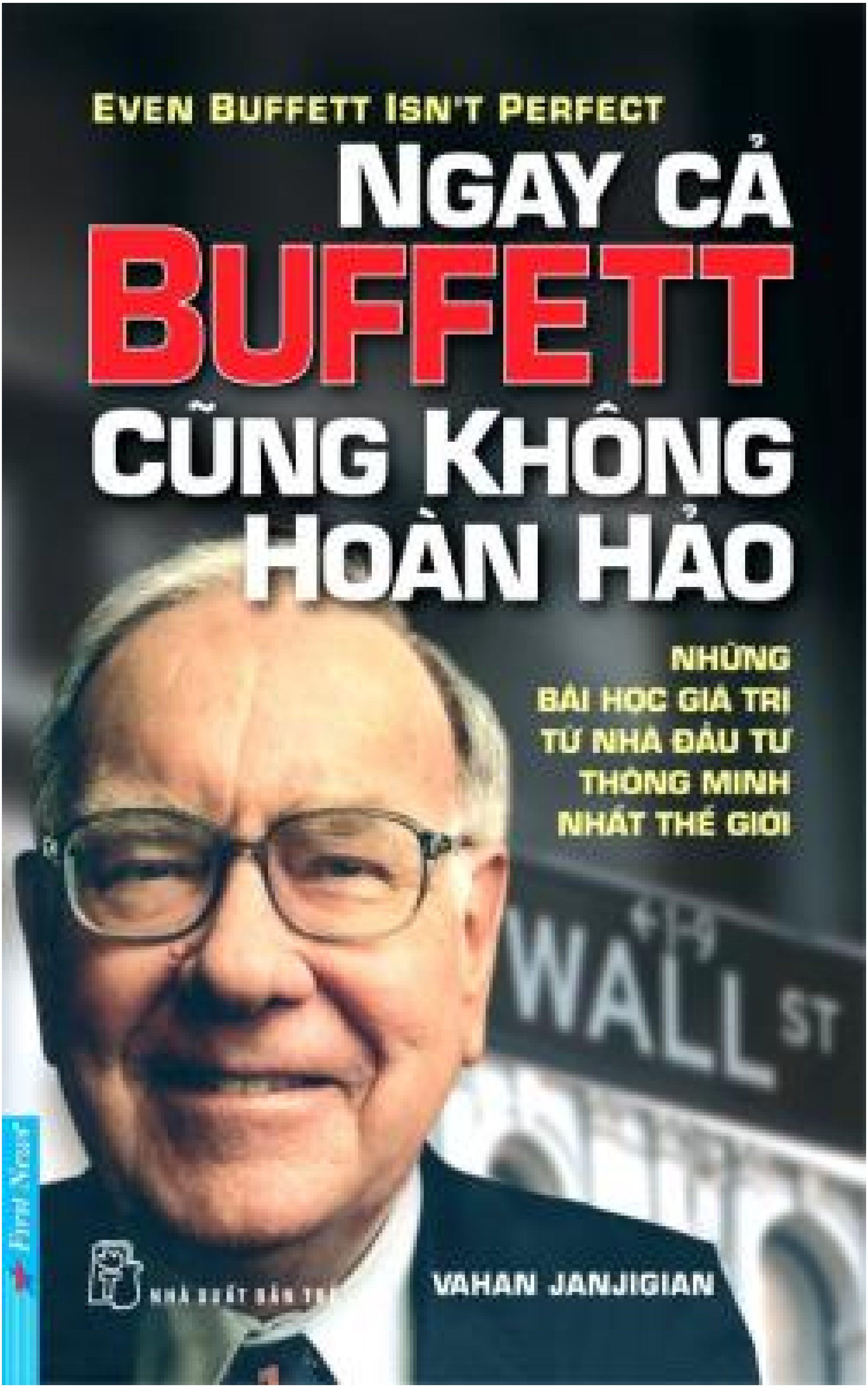


EVEN BUFFETT ISN'T PERFECT

NGAY CẢ BUFFETT CŨNG KHÔNG HOÀN HẢO

NHỮNG BÀI HỌC GIÁ TRỊ TỪ NHÀ ĐẦU TƯ THÔNG MINH NHẤT THẾ GIỚI

VAHAN JANJIGIAN

First News

NHÀ XUẤT BẢN TR


TỔNG HỢP
EBOOK
HAY NHẤT VỀ
ĐẦU TƯ
SINVEST.VN

Original title:
Even Buffett isn't Perfect: What You Can - and Can't - Learn from the World's Greatest Investor
by Vahan Janjigian

EVEN BUFFETT ISN'T PERFECT
– NGAY CẢ BUFFETT CŨNG KHÔNG HOÀN HẢO –

CÔNG TY VĂN HÓA SÁNG TẠO TRÍ VIỆT - FIRST NEWS
11H Nguyễn Thị Minh Khai, Q. 1, TP. Hồ Chí Minh
Tel: (84.8) 38227979 - 38227980 - 38233859 - 38233860
Fax: (84.8) 38224560; Email: *triviet@firstnews.com.vn*
Website: **www.firstnews.com.vn**

VAHAN JANJIGIAN

EVEN BUFFETT ISN'T PERFECT

Ngay cả BUFFETT CŨNG KHÔNG HOÀN HẢO

Những bài học giá trị từ Nhà Đầu tư Thông minh Nhất Thế giới

Người dịch:

Nguyễn Trung An (MBA)

Vương Bảo Long

First News

NHÀ XUẤT BẢN TRẺ

LỜI TỰA

Vahan Janjigian là người có đầy đủ các phẩm chất đặc biệt để viết về Warren Buffett. Tuy "Nhà hiền triết xứ Omaha" đã là chủ đề của rất nhiều quyển sách, nhưng quyển sách của Vahan rất đặc biệt. Nó không phải là một lá thư tình cũng không phải là một sự chỉ trích hay lăng mạ. Vahan cũng là một người lựa chọn cổ phiếu rất xuất sắc – ông quản lý hai bản tin đầu tư *Forbes Special Situation Survey* và *Forbes Growth Investor*. Ông thể hiện một năng lực thật tuyệt vời. Những người nhận hai bản tin này thu được nhiều ích lợi từ những phân tích sắc bén, không cảm tính của Vahan. Do đó, Vahan có được những kiến thức sâu sắc để thực sự cảm nhận được hiệu quả phi thường của Warren Buffett ở Tập đoàn Berkshire Hathaway. Ông giải thích một cách cẩn thận và kiên nhẫn phương pháp đầu tư kỷ luật cao và sự nhìn xa trông rộng của Buffett cũng như sự tiến hóa của nó trong quá trình phát triển tài sản của Berkshire Hathaway.

Nhưng đây không phải là một bản phân tích đầy đủ về "hiện tượng Buffett" – Vahan đã khéo léo sử dụng những kiến thức sâu sắc và sự thành công của con người vĩ đại này để dạy cho chúng ta những điều cần biết về đầu tư giá trị nhằm duy trì hiệu quả cao trên thị trường. Vahan cũng phân tích kỹ lưỡng những chiến lược đầu tư khác, vì Phố Wall không chỉ tồn tại một cách đầu tư duy nhất.

Rắc rối với hầu hết các nhà đầu tư là họ thường xuyên "nhảy" từ phương pháp này sang phương pháp khác. Rất ít người kiên trì như Buffett trong việc giữ lại cổ phiếu nhiều năm trước khi bán đi.

Và cũng có rất ít người có khả năng áp dụng một cách nhất quán những chiến lược khác nhau mà Vahan phân tích trong quyển sách này. Nếu bạn sẵn sàng dẹp bỏ cảm xúc qua một bên, quyển sách này sẽ trở thành một kho báu kiến thức đầu tư sâu sắc dành cho bạn.

Không có nhà đầu tư nào luôn luôn đúng. Con người không thể làm được điều đó. Bản thân Buffett cũng có những giai đoạn khó khăn phải bán lỗ những cổ phiếu mà ông đã mua. Tuy nhiên, ông thường nắm giữ những cổ phiếu tốt khá lâu. Nhờ áp dụng một phương pháp đầu tư nhất quán và an toàn – thậm chí còn được tinh chỉnh theo thời gian – Buffett đã làm được những điều kỳ diệu.

Rất may là bạn không cần phải là một Warren Buffett mới kiếm được mức thu nhập trong mơ từ thị trường chứng khoán. Sự kỳ diệu của lãi suất kép có nghĩa là bất cứ nhà đầu tư cẩn trọng nào cũng có thể đạt được thành công thực sự về lâu dài.

Điều làm cho quyển sách này đặc biệt có giá trị là Vahan Janjigian không phải là người mù quáng khi ông khôn ngoan nhận ra rằng hoạt động đầu tư không diễn ra trong môi trường chân không. Chương viết về thuế là phần mà tất cả mọi người nên đọc, đặc biệt là các chính trị gia. Đáng ngạc nhiên là một thiên tài như Buffett lại có cái nhìn thiển cận về vấn đề then chốt này. Khi Arnold Schwazenegger quyết định chạy đua vào chức Thống đốc bang California, Buffett đã khuyên ông nên ủng hộ việc tăng các loại thuế đánh trên tài sản, điều này suýt kéo chân Arnold lại với thế giới điện ảnh Hollywood thay vì đưa ông vào Dinh Thống đốc.

Như nhiều người khác ở Washington, Buffett nghĩ rằng người giàu nên bị đánh thuế thu nhập với thuế suất cao hơn. Ông cũng ra sức ủng hộ việc áp dụng thuế tài sản thừa kế.

Buffett tin rằng người Mỹ được sống trong một đất nước tuyệt vời và những người đủ may mắn để làm ăn tốt ở Mỹ nên đóng thuế nhiều hơn. Mỉa mai thay, nếu lời khuyên của Buffett được thực hiện thì nền kinh tế sẽ vận hành kém đi và giá trị của các khoản đầu tư của Buffett sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề. Hãy nhìn lại hiệu quả nghèo nàn của chứng khoán và nền kinh tế trong thời kỳ thuế cao ở thập kỷ 1970 mà xem.

Điều mà "Nhà hiền triết xứ Omaha" và quá nhiều người khác không nhận ra là thuế cũng là một cái giá phải trả và là một gánh nặng, chứ không chỉ là một phương tiện tăng thu nhập cho ngân sách nhà nước. Thuế thu nhập là cái giá bạn phải trả để làm việc; thuế lợi tức là gánh nặng đè lên vai bạn nếu bạn kinh doanh thành công; và mức thuế mà bạn phải trả cho những khoản lợi tức từ vốn đầu tư là cái giá bạn phải trả cho những rủi ro mà mình phải chấp nhận. Rất đơn giản, nếu bạn giảm nhẹ gánh nặng cho những điều tích cực như làm việc đạt năng suất cao, dám chấp nhận rủi ro và kinh doanh thành công thì chúng sẽ thường xuyên diễn ra hơn. Tăng giá lên thì điều ngược lại sẽ xảy ra. Janjigian đã chỉ ra rằng 1% những người có thu nhập hàng đầu nước Mỹ chiếm đến 21% tổng thu nhập được tạo ra – và họ trả đến 39% thuế thu nhập liên bang.

Buffett cũng "chậm hiểu" như vậy đối với vấn đề thuế tài sản thừa kế (death tax). Ông ủng hộ việc thu hồi tài sản và tin rằng chính phủ nên nhận phần lớn tài sản mà bạn để lại. Nếu không, những người thừa kế của bạn sẽ nhận được tài sản mà không phải lao động và "của trời cho" sẽ làm xói mòn tính cách của họ, khuyến khích họ sống hưởng thụ một cách vô trách nhiệm. Trái lại, thuế tài sản thừa kế lại mang tính "trừng phạt" đối với hoạt động tạo dựng vốn và tính tiết kiệm. Tại sao lại phải tích lũy tài sản nếu phần lớn chúng sẽ rơi

vào tay chính phủ một cách dễ dàng? Vahan viết rằng: "Tài sản là những gì còn lại sau khi đã nộp tất cả các khoản thuế". Còn các nhà lập quốc của chúng ta có thể sẽ diễn giải vấn đề này theo cách sau: "Còn sống là còn đóng thuế!".

Thuế tài sản thừa kế có một tác động kỳ lạ mà Buffett và những người ủng hộ khác không nhìn thấy. Khi thuế suất cao, những người rất giàu sẽ tìm cách né tránh loại thuế này. Chính trách nhiệm đóng thuế tài sản của Buffett cũng rất thấp vì ông đang trao tặng hầu hết tiền bạc của mình cho Quỹ từ thiện Bill & Melinda Gates. Những người thực sự giàu có thiết lập những cơ chế bí mật và những mánh khóe khác để giữ cho tài sản của mình nguyên vẹn, và điều đó thường đồng nghĩa với việc những người thừa kế sẽ không trực tiếp chạm tay đến nó. Tài sản do đó vẫn được duy trì nguyên vẹn. Nếu không có thuế tài sản thừa kế, phần lớn tài sản sẽ chuyển trực tiếp vào tay con cháu họ - hầu hết những người này không có được bản năng kinh doanh; cho nên, số tiền sẽ nhanh chóng được luân chuyển. Đó là bản chất của con người. Ví dụ, hãy xem xét danh sách 400 người giàu nhất nước Mỹ của *Forbes* ngày nay, không người nào trong số họ có họ "du Pont" và chỉ có một người có họ "Rockefeller", trong khi cả hai gia đình này đều kiểm soát những tài sản khổng lồ cách đây trên dưới 25 năm.

Những người tin tưởng mạnh mẽ vào thuế cao đã phớt lờ lịch sử. Những kế hoạch cắt giảm thuế thu nhập lớn thời Reagan năm 1981 và 1986 đã biến một nền kinh tế Mỹ đình đốn thành nền kinh tế năng động nhất thế giới. Tỷ trọng GDP của nước Mỹ so với GDP toàn cầu tăng mạnh mẽ, cũng như giá trị vốn cổ phần của nước Mỹ so với tổng giá trị vốn cổ phần của cả thế giới.

Sự tăng thuế của Clinton năm 1993 đã làm chậm đáng kể tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ và "góp phần làm cho" đảng Dân chủ thất bại thảm hại trong kỳ bầu cử năm 1994. Với những người thuộc đảng Cộng hòa thuộc phe đa số trong Quốc hội, vị Tổng thống ủng hộ tăng thuế Clinton bị dồn vào chân tường. Chương trình xã hội hóa y tế của bà Clinton bị thất bại. Chi tiêu bị kiểm soát. Và quan trọng nhất là có những động thái tích cực về thuế sau đó: thuế đánh trên lợi tức từ vốn được cắt giảm gần 29%. Thuế đánh trên lợi tức từ vốn cho những người sở hữu nhà gần như được loại bỏ, và pháp lệnh dừng đánh thuế trên Internet được chuyển thành luật – điều này góp phần rất lớn vào việc phát triển nền kinh tế một cách mạnh mẽ. Chương trình cắt giảm thuế năm 2003 của chính quyền Bush – thuế thu nhập trên vốn đầu tư tiếp tục được cắt giảm, thuế thu nhập từ cổ tức đối với cá nhân được giảm nhẹ, và những gói kích thích doanh nghiệp đầu tư được triển khai – đã biến nền kinh tế Mỹ từ việc tăng trưởng với tốc độ thực 1% lên thành 3-4%. Từ năm 2003 đến 2007, sự tăng trưởng của nền kinh tế Mỹ đã vượt quy mô tổng thể của nền kinh tế Trung Quốc. Và bạn có đoán được điều gì không? Vốn cổ phần tăng vọt gần gấp đôi so với mức thấp nhất vào cuối năm 2002.

Vahan còn chỉ ra một khía cạnh khác mà Buffett tỏ ra thiển cận: thông tin định hướng thu nhập. Hầu hết các tập đoàn đại chúng lớn đều cung cấp cho các nhà phân tích chứng khoán ước tính thu nhập kỳ vọng của họ cho từng quý. Nếu công ty không đạt được mức thu nhập kỳ vọng – dù chỉ ít hơn một vài xu – thì cổ phiếu của họ sẽ giảm mạnh. Buffett cảm thấy những thông tin định hướng như vậy góp phần làm tăng tính thiếu ổn định của thị trường chứng khoán và buộc bộ máy quản lý hướng đến những hoạt động quá thiên về ngắn

hạn. Ông đã "thuyết phục" nhiều công ty mà ông nắm giữ cổ phiếu lớn, như Coca-Cola và Washington Post, ngừng cung cấp thông tin định hướng.

Vahan đã đưa ra một phản biện hết sức thuyết phục và tinh tế. Dù có hay không được cung cấp thông tin về thu nhập kỳ vọng, các nhà đầu tư cũng tự đưa ra các ước tính của họ. Hơn nữa, bộ máy quản lý cần phải cung cấp thông tin cho nhà đầu tư nhiều hơn, chứ không phải ít đi. Về tính không ổn định của thị trường, các nghiên cứu đã cho thấy những công ty không cung cấp thông tin định hướng thường dễ biến động hơn những công ty có cung cấp. Quan trọng hơn là những công ty không cung cấp thông tin định hướng thường có giá trị vốn hóa thị trường nhỏ hơn. Nói cách khác, những công ty đưa ra ước tính thu nhập thường có giá cổ phiếu cao hơn.

Vì thế, đây là một quyển sách khác thường. Tuy tập trung nói về nhà đầu tư thành công nhất trong lịch sử hiện đại, nhưng nó cũng mang lại cho độc giả những kiến thức sâu sắc và chiến lược chắc chắn để đầu tư. Và cuối cùng, những diễn giải của nó về thuế và sự minh bạch trong quản trị sẽ tạo ra một môi trường thuận lợi để giá trị vốn cổ phần mở rộng hơn nữa.

Tóm lại, bạn đang có trong tay một quyển sách "3 trong 1", nghĩa là bạn đang nắm giữ "một tài sản giá trị cao bị định giá thấp".

- Steve Forbes

Chủ tịch kiêm Giám đốc điều hành *Forbes Inc.*

Tổng biên tập tạp chí *Forbes*

GIỚI THIỆU

Ngày 26 tháng 6 năm 2006, người giàu thứ hai nước Mỹ thông báo rằng ông sẽ trao tặng phần lớn tài sản của mình cho người giàu nhất nước Mỹ. Ngồi bên cạnh vợ chồng Bill và Melinda Gates ở Thư viện Quốc gia New York, Warren Buffett đã công bố kế hoạch hiến tặng 10 triệu cổ phiếu phổ thông loại B của Berkshire Hathaway, trị giá ước tính vào thời điểm đó khoảng 31 tỷ USD, cho Quỹ Từ thiện Bill & Melinda Gates Foundation. Ngoài ra, ông còn dành thêm 2 triệu cổ phiếu, tương đương 6,3 tỷ USD, trao tặng cho những quỹ từ thiện do ba người con của ông điều hành, trong đó có một quỹ từ thiện được đặt tên theo tên người vợ quá cố của ông. Chỉ bằng một hành động, người đàn ông đã từng tạo dựng được tiếng tăm lừng lẫy với việc xây dựng một trong những khối tài sản cá nhân vĩ đại nhất thế giới đảm bảo rằng thế giới này sẽ nhớ mãi lòng hảo tâm của ông, cũng gần giống như cách mà ông đang ghi tên mình vào sử sách của nhân loại về tài năng làm giàu xuất chúng của mình.

Tài sản của Buffett quả thực là vô cùng to lớn. Ông đã tạo ra nó bằng cách đầu tư. Thực ra, có thể nói rằng Buffett là nhà đầu tư vĩ đại nhất của mọi thời đại. Không ai có chút mảy may nghi ngờ nào về điều này, bởi chắc chắn ông sở hữu một trong những kỷ lục kinh doanh lâu dài tốt nhất. Vì ông lãnh đạo tập đoàn Berkshire

Hathaway, một công ty đại chúng được giao dịch trên sàn chứng khoán, nên những quyết định đầu tư của ông đều được thể hiện hoàn toàn minh bạch, không chút giấu giếm và cũng dễ dàng theo dõi. Buffett nắm quyền điều hành Berkshire từ những năm 1960 và cuối cùng đã chuyển đổi nó từ một công ty dệt thành một công ty đầu tư. Dưới "triều đại" của ông, trong vai trò giám đốc điều hành, ông đã tạo ra một gia tài khổng lồ cho bản thân và cho tất cả các cổ đông khác.

Tư duy của Buffett đôi khi không mang tính truyền thống. Ví dụ, hầu hết các nhà đầu tư khác thích nhìn thấy giá cổ phiếu mà họ mua tăng lên nhanh chóng. Buffett không thích vậy. Ông nói rằng thời điểm duy nhất mà bạn nên thích giá cổ phiếu tăng lên là thời điểm bạn sẵn sàng bán chúng đi. Vì Buffett là một nhà đầu tư dài hạn, nên ông không muốn nhìn thấy giá tăng lên ngay lập tức. Thực ra, nếu ông thực sự thích một cổ phiếu nào nó, ông sẽ cảm thấy vui hơn nếu giá giảm, nhờ đó ông có thể mua thêm cổ phiếu đó và thực sự cắt giảm được mức chi phí cơ bản. Bằng cách này, khi giá hồi phục sau nhiều biến cố, ông sẽ nhận được những khoản lợi nhuận khổng lồ. Cách tư duy như thế này đã mang lại cho Berkshire những khoản lợi nhuận từ vốn vào khoảng 8,5 tỷ USD từ American Express, 8 tỷ USD từ Coca-Cola, 5,5 tỷ USD từ Procter & Gamble, và 4 tỷ USD từ Wells Fargo. Một số mã cổ phiếu trong danh mục đầu tư của Berkshire cũng đã tạo ra những tỷ suất lợi nhuận khổng lồ. Chỉ riêng tiền lãi từ công ty chủ quản tờ Washington Post cũng đã đạt đến mức 11.600%.

Một trong những tính cách đáng quý nhất của Buffett là ông biết rõ những điểm hạn chế của mình. Ví dụ, ông biết rằng mình

không thể trở thành chuyên gia trong tất cả các ngành kinh doanh. Nhưng bảo hiểm là một ngành mà ông hiểu rõ từng đường đi nước bước. Ông có một kỹ năng đặc biệt trong việc đánh giá rủi ro. Ông khám phá ra cách đầu tư khoản tiền "chờ" của các công ty bảo hiểm với suất thu nhập cao đủ để thanh toán những yêu cầu bảo hiểm trong tương lai và để lại rất nhiều lợi nhuận cho cổ đông.

Buffett luôn thực hiện theo một phương pháp tiếp cận đầu tư mang tính kỷ luật. Ông đã trở nên nổi tiếng trong việc tránh những phong cách và chiến lược đầu tư "nóng" (nhưng cuối cùng hóa ra chẳng có ý nghĩa gì ngoài những làn sóng ảo tưởng chóng tàn). Ví dụ, thị trường chứng khoán Mỹ bùng nổ từ những năm giữa và cuối thập niên 1990, chủ yếu được thúc đẩy bởi các cổ phiếu công nghệ. Buffett nổi tiếng tìm cách né tránh chính những cổ phiếu tương tự khi chúng thúc đẩy các chỉ số thị trường lên cao chưa từng có. Thậm chí, ông còn không mua một cổ phiếu nào của Microsoft, mặc dù công ty này được người bạn tốt Bill Gates của ông lãnh đạo.

Buffett bị nhiều người chỉ trích vì đã không tham gia vào cuộc đua do ngành công nghệ dẫn đầu đó, nhưng ông không mấy quan tâm đến những người phê bình mình. Những cổ đông Berkshire cũng vậy. Họ hiểu phương pháp tiếp cận lâu dài của ông và họ tự tin rằng dưới sự dẫn dắt của Buffett, họ sẽ hoàn toàn được thỏa mãn với những khoản thu nhập đạt được.

Buffett luôn gắn liền với những gì ông biết rõ nhất. Ông thích các công ty hoạt động trong những ngành kinh doanh đơn giản mà ông có thể hiểu và kiểm soát được. Ông không hiểu làm thế nào để định giá ngành phần mềm và ngành chất bán dẫn. Ông nghĩ rằng quá khó để có thể dự báo dòng tiền của những công ty này với độ

chính xác cao. Tuy nhiên, ông hiểu rất sâu về cách định giá ngành nước giải khát có ga, dao cạo và ngân hàng. Ông cũng thích các công ty được quản lý bởi những người lãnh đạo trung thực và có tài năng. Và trên hết, ông muốn mua lại những công ty với mức giá thấp hơn giá trị nội tại của chúng, và sẽ nắm giữ chúng trong một khoảng thời gian rất dài. Thực tế chứng minh rằng chiến lược này đã mang lại lợi ích vô cùng to lớn cho ông và các cổ đông Berkshire Hathaway trong hơn bốn thập kỷ qua.

Tuy nhiên, trở lại những năm 1990, có nhiều nhà đầu tư nghĩ rằng Buffett đã đánh mất "cảm giác" của mình. Ông không thèm quan tâm đến sự thành công mà ông đạt được qua một thời gian dài. Họ tin rằng ông đã "lỡ chuyến đò" của xu hướng mới. Vào thời điểm đó, nhiều nhà đầu tư bắt đầu tin rằng chúng ta đã bước sang một thời đại mới. Thực ra, các chuyên gia gọi đó là "nền kinh tế mới". Họ cho rằng các quy luật cũ không còn áp dụng được nữa. Những nhà đầu tư này không ngần ngại thu mua vô số cổ phiếu được bán với giá cao gấp nhiều lần – mà chỉ một thời gian trước đó được xem là mức giá cao một cách kỳ quặc.

Có lẽ cách suy nghĩ này được minh họa rõ nhất bằng một lá thư gởi cho bản tin *Forbes Special Situation Survey* bởi một trong những người đăng ký báo dài hạn. Nó được viết vào đầu năm 2000, ở giai đoạn cuối của hiện tượng được gọi là thời kỳ bùng nổ "bong bóng dot-com" (lấy từ cách đọc '.com' thường xuất hiện trong tên các công ty hoạt động trên nền tảng Internet), để đáp lại một sự đề xuất mua cổ phiếu – nghĩa là cổ phiếu của một công ty thuộc "nền kinh tế cũ" theo khái niệm lúc đó. Chẳng có gì liên quan đến công nghệ cao đối với cổ phiếu này. Thực ra, nó là loại cổ phiếu mà bản thân Buffett có

lẽ cũng ưa thích, nhưng tác giả lá thư nọ đã viết: "Bạn có thực sự mong tôi mua một cổ phiếu có thể tăng lên chỉ khoảng 40% trong 2 năm không? Tôi đã 80 tuổi rồi. Tôi chẳng thể sống muôn đời để kiếm được một khoản tiền ít ỏi thế đâu!".

Lá thư có vẻ như một câu chuyện đùa, nhưng người viết thực sự rất nghiêm túc. Những từ ngữ của bà rõ ràng chứng thực rằng mức độ bất hợp lý và khó duy trì từ những kỳ vọng của nhà đầu tư trong những ngày tháng "bừng bừng khí thế" ấy là đúng. Bây giờ, bạn có thể dễ dàng nhìn lại những điều đã diễn ra và nói rằng lẽ ra các nhà đầu tư lúc đó nên hiểu rõ hơn những điều mình làm. Không may là nhiều nhà đầu tư đã để cho bản thân mình rơi vào vòng xoáy "điên loạn của đám đông". Buffett không bao giờ bị rơi vào cái bẫy này. Ông là bậc thầy của sự điềm tĩnh. Ông luôn luôn suy nghĩ một cách hợp lý và có phương pháp hẳn hoi. Tư duy và đầu tư theo cách của Buffett có thể mang lại lợi nhuận đặc biệt khi tất cả những người khác bị cảm xúc và sự điên loạn của đám đông dẫn dắt hành động của mình.

Theo công ty nghiên cứu thị trường chứng khoán Ibbotson Associates, tổng suất thu nhập trung bình dài hạn theo số học (nghĩa là bao gồm cả cổ tức) cho những cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường lớn chỉ vào khoảng 12% một năm (từ 5 tỷ USD trở lên được xem là có mức vốn hóa lớn). Đối với những cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ, con số thường tốt hơn – khoảng 17% một năm.

Nhưng vào cuối những năm 1990, các nhà đầu tư lại muốn thu lãi nhiều hơn. Họ luôn nghe nói đến các cổ phiếu trong lĩnh vực Internet với những cái tên nghe rất buồn cười, dường như có mức giá tăng gấp đôi hoặc gấp ba sau vài tháng. Trên thực tế, nhiều công

ty đã thêm cái đuôi ".com" vào cuối tên công ty của mình, vì họ tin điều này sẽ giúp họ thu hút nhiều sự quan tâm hơn từ thị trường. Hết cuộc khảo sát này đến cuộc khảo sát khác đã cho thấy những nhà đầu tư suy nghĩ việc kiếm được suất thu nhập ít nhất là 20% mỗi năm trên thị trường chứng khoán là hoàn toàn hợp lý. Họ không quan tâm đến việc mua vào những cổ phiếu có thể tạo ra suất thu nhập khiêm tốn hơn – thậm chí ngay cả khi chúng tỏ ra tốt hơn so với mức trung bình trong lịch sử. Và dĩ nhiên, họ không quan tâm gì đến những cổ phiếu có giá trị cao.

Tuy nhiên, Buffett hiểu rõ điều này hơn ai hết. Ông là một trong những "học trò" sắc sảo nhất trên thị trường tài chính và luôn là người giỏi nhất trong nhiều thập kỷ qua. Ông chú ý đến những khuynh hướng dài hạn, và ông biết rằng hoạt động đầu tư hợp lý đã "chào thua" sự phấn khích của đám đông (hoặc "sự hồ hởi phi lý trí"[1] – theo cách nói của cựu Chủ tịch Quỹ Dự trữ Liên bang Alan Greenspan).

Buffett hiểu rất tường tận báo cáo nghiên cứu của Ibbotson. Ông biết rằng những mức thu nhập cao hơn mức trung bình không thể tiếp diễn mãi được. Thị trường sẽ luôn sụt giảm sau thời kỳ bùng nổ những khoản thu nhập lớn chưa từng thấy nhưng không thực chất. Cũng giống như Buffett, các nhà đầu tư có lý trí khác bị chế nhạo trên báo chí vì những quan điểm thận trọng của họ vào cuối những năm 1990. Ví dụ, David Dreman đã cảnh báo các nhà đầu tư trong chuyên mục của mình trên tạp chí *Forbes* rằng giá cả cổ phiếu đã trở nên quá đắt để mua vào. Một độc giả sau đó đã gọi ông là một "con khủng long" ngu ngốc vì không hiểu rằng mọi việc đã khác đi vào thời điểm đó.

(1) Nguyên văn: "irritional exurberance".

Dĩ nhiên, nhiều biến cố cuối cùng cũng đã chứng minh những người như Buffett và Dreman là đúng. Nhưng vào những ngày còn say sưa với "bong bóng dot-com", các nhà đầu tư đã trở nên tham lam quá mức. Họ chẳng bao giờ cảm thấy hài lòng với cái gọi là tỷ suất thu nhập hợp lý. Họ muốn kiếm thật nhiều tiền, và thật nhanh. Do thị trường đang tăng lên và những cổ phiếu của họ có giá quá cao, họ tin rằng họ cũng là những chuyên gia về đầu tư. Một số người thậm chí còn nghĩ mình thông minh hơn cả Buffett! Khi sự thoải mái và kiên nhẫn biến mất hoàn toàn, những nhà đầu tư đó cuối cùng lâm vào cảnh phá sản. Trái lại, Buffett càng trở nên giàu hơn bao giờ hết.

Tuy nhiên, người viết lá thư trên đã nêu ra một điểm rất thú vị. Với uy tín vững chắc là một nhà đầu tư dài hạn, Warren Buffett không ủng hộ những người thích kiếm tiền nhanh bằng việc "lướt sóng" với những cổ phiếu ngắn hạn. Ông nói rằng khoảng thời gian nắm giữ được ông ưa thích là "vĩnh viễn". Nhưng người viết thư 80 tuổi nêu trên chẳng quan tâm gì đến dài hạn nữa. Bà ấy rõ ràng luôn nghĩ đến một khung thời gian đầu tư ngắn hơn nhiều, vì lý do tuổi tác.

Không may là khi bà đang tìm cách kiếm tiền nhanh thì những chỉ số chính của thị trường sắp đạt đến những mốc cao kỷ lục và bắt đầu rơi vào thời kỳ suy thoái kéo dài và đau đớn. Mọi người chỉ có thể hy vọng bà đã không đổ toàn bộ tiền tiết kiệm cả đời mình vào một trong những cổ phiếu công nghệ hoặc cổ phiếu công ty Internet, khi cuối cùng chúng đã sụp đổ xuống chỉ còn 1 USD mỗi cổ phiếu. Lá thư của bà cho thấy rõ ràng bà biết chính xác mình đang tìm kiếm điều gì. Bà muốn có lãi lớn và thật nhanh. Tuy nhiên, có lẽ bà không hiểu được những rủi ro kèm theo chiến lược đầu tư kiểu đó. Có lẽ, bà

thậm chí không quan tâm đến rủi ro. Xét cho cùng, như bà đã nói rất rõ trong lá thư của mình, bà đang già đi và có thể bà sẽ không có đủ tiền phòng khi bệnh tật. Chỉ số Dow Jones và chỉ số S&P 500 mất khoảng 7 năm để trở lại mức cao như năm 2000. Trong cùng thời gian ấy, chỉ số NASDAQ cũng xoay xở phục hồi được khoảng một nửa con số mất mát của mình. Mọi người đều có thể ước tính thời gian cần thiết để các chỉ số của các ngành công nghệ nêu trên lấy lại các khoản sụt giảm nhưng có lẽ phải mất đến cả thập kỷ hoặc hơn để chúng phục hồi.

Trong số rất nhiều điều mà bạn sẽ biết khi đọc hết quyển sách này, bạn sẽ thấy Warren thường chớp thời cơ khi thị trường bán tháo. Xét cho cùng, việc bán tháo cổ phiếu cũng giống như việc bán hàng đại hạ giá. Nếu bạn khao khát một đôi giày đắt tiền, bạn có muốn mua khi nó được bán đại hạ giá hay không? Tương tự như vậy, nếu bạn thích một cổ phiếu có giá 50 USD thì bạn có cảm thấy thích thú hơn khi nó xuống mức 40 USD hay không? Dĩ nhiên, giày và cổ phiếu không hoàn toàn giống nhau. Một đôi giày sẽ chẳng thay đổi gì nếu nó được bán hạ giá. Nhưng giá cổ phiếu phản ánh kỳ vọng về dòng tiền trong tương lai. Nếu giá rớt, điều đó nghĩa là tất cả những nhà đầu tư trở nên ít lạc quan hơn về dòng tiền ấy. Họ đã hạ thấp kỳ vọng của mình về triển vọng phát triển của công ty.

Không giống như việc hạ giá bán giày, việc bán tháo cổ phiếu trên thị trường chứng khoán có thể làm các nhà đầu tư bình thường hoảng loạn. Cần phải có sự gan lỳ rất lớn để sẵn sàng nhảy vào mua cổ phiếu khi tất cả những người khác đang bán chúng đi. Dĩ nhiên, rủi ro xuất hiện khi bạn mua quá sớm. Bởi vì, một khi cổ phiếu đã giảm giá 20% thì không có gì bảo đảm nó sẽ không giảm thêm 20%

nữa. Một trong những câu châm ngôn đặc trưng ở Phố Wall là "Đừng bắt một con dao đang rơi." Tuy nhiên, có nhiều cơ hội để cổ phiếu của một công ty tốt cuối cùng cũng hồi phục. Chẳng ai biết chắc chắn khi nào sự phục hồi sẽ bắt đầu. Đôi khi, có thể mất đến vài năm. Nhưng nếu bạn là một nhà đầu tư kiên nhẫn có tầm nhìn dài hạn, bạn sẽ không cảm thấy khó chịu khi chờ đợi đâu. Thậm chí, bạn có thể sử dụng thời gian này để mua thêm nhiều cổ phiếu hơn ở mức giá thấp hơn. Dĩ nhiên, Buffett là bậc thầy trong đầu tư dài hạn. Buffett là một bằng chứng xác thực cho thấy sự kiên nhẫn có thể là cách mang lại lợi nhuận khổng lồ cho hoạt động đầu tư của bạn.

Dù sự thành công của Buffett hết sức to lớn, nhưng bạn sẽ biết rằng cách thức của Buffett không phải là cách duy nhất để kiếm được mức lợi nhuận tốt trên thị trường chứng khoán. Thực ra, trong nhiều trường hợp, đó không phải là cách tốt nhất. Có nhiều cách để đầu tư. Một số cách mang tính cờ bạc. Ví dụ, nếu bạn đến trường đua ngựa và đặt rất nhiều tiền vào một con ngựa nào đó, dĩ nhiên điều này không phải là đầu tư. Để làm cho mình cảm thấy thoải mái hơn, bạn có thể gọi đó là giải trí. Tuy nhiên, nếu bạn có lý trí, bạn sẽ nhận ra đó thực sự là hành vi đánh bạc. Tương tự, việc dồn một khoản tiền cực lớn vào một cổ phiếu duy nhất cũng không phải là đầu tư. Giống như việc đánh cá ở trường đua ngựa, dồn tiền vào một cổ phiếu duy nhất chỉ đơn giản giống như đánh bạc. Ở thái cực ngược lại, bạn có thể làm theo cách an toàn bằng cách phân tán tiền trên một số lượng loại cổ phiếu lớn. Với tên gọi là đa dạng hóa danh mục đầu tư, phương pháp này được hầu hết những chuyên gia làm việc trong lĩnh vực đầu tư áp dụng. Tuy vậy, nếu bạn đa dạng hóa quá mức, bạn không thể hy vọng nhận được kết quả tốt hơn tổng thể thị trường.

Cũng có một câu hỏi liên quan đến thời gian. Giống như Buffett, bạn có thể thực hiện theo chiến lược mua và nắm giữ, đầu tư cho tương lai dài hạn. Hoặc bạn cũng có thể áp dụng chiến lược kiểm soát thời gian thị trường, đầu tư ngắn hạn. Tuy đầu tư ngắn hạn có lợi nhuận tốt, nhưng nó đòi hỏi một tâm thế hoàn toàn khác. Chúng ta sẽ xem xét một số kết quả nghiên cứu học thuật – vốn chứng minh rằng các nhà đầu tư thiếu kiên nhẫn, chỉ muốn tập trung vào thu nhập ngắn hạn nên hướng đến những chiến lược nhấn mạnh sự tăng trưởng và động lực của thị trường.

Chúng ta cũng sẽ xem xét các nghiên cứu để chứng minh rằng cổ phiếu giá trị sẽ vượt qua cổ phiếu tăng trưởng trong dài hạn. Mua vào một danh mục đa dạng hóa rộng rãi gồm những cổ phiếu giá trị và nắm giữ chúng trong thời gian dài là một cách đầu tư khá an toàn, nhưng có lẽ không thú vị. Tuy nhiên, đó cũng là một chiến lược có thể sinh lời. Trái lại, áp dụng phương pháp đầu tư tập trung vào một số lượng mã cổ phiếu nhỏ, dù là ngắn hạn hay dài hạn, có thể trở nên hấp dẫn một cách đáng kể, nhưng cách này chắc chắn sẽ có nhiều rủi ro hơn.

Buffett với sự kiên trì của một vị thánh đã trở thành bậc thầy trong hoạt động đầu tư dài hạn. Cá tính của ông rất thích hợp với loại chiến lược này. Tuy nhiên, trong những trang sách tiếp theo, bạn sẽ biết rằng Buffett cũng từng tham gia vào hoạt động mua bán cổ phiếu tương đối ngắn hạn. Thực ra, một bài học quý giá cần được rút ra từ quyển sách này là những chiến lược đầu tư của Buffett không thể dễ dàng được phân loại như vậy. Chúng đã tiến hóa theo thời gian. Ví dụ, trong buổi đầu mới bước chân vào sự nghiệp, ông đã thể hiện sở thích chiếm lấy những vị trí sở hữu lớn trong một số

ít công ty. Mặc dù ông vẫn thiên về phương pháp tiếp cận tập trung này, nhưng trong những năm gần đây việc đa dạng hóa đã nổi lên đóng vai trò quan trọng hơn trong phong cách đầu tư của Buffett.

Để trở thành một nhà đầu tư thành công, bạn phải là một nhà đầu tư có kiến thức vững vàng, và điểm khởi đầu tốt nhất chính là xem xét những chiến lược đầu tư của Buffett. Quyển sách này sẽ trình bày cho bạn thấy những điểm tốt và chưa tốt của những chiến lược ấy, khi nào thì chúng đạt hiệu quả tối đa, khi nào thì không. Nó sẽ dạy cho bạn rằng việc đa dạng hóa, một trong những khái niệm quan trọng nhất trong lĩnh vực tài chính hiện đại, không chỉ giúp bạn giảm rủi ro trong đầu tư; nó còn giới hạn tiềm năng lợi nhuận của bạn. Bạn sẽ thấy quan điểm của Buffett về đa dạng hóa phát triển như thế nào theo thời gian.

Quyển sách này cũng giúp bạn hiểu và phân biệt sự khác nhau giữa một cổ phiếu giá trị và một cổ phiếu bị định giá thấp. Điều này rất quan trọng nếu bạn muốn hiểu rõ cách đầu tư của Buffett. Quyển sách này cũng chỉ ra cho bạn biết khi nào bạn nên hướng danh mục đầu tư về các cổ phiếu giá trị và khi nào nên ưu tiên cho những cổ phiếu tăng trưởng. Thậm chí, nó còn dạy cho bạn một chiến lược đầu tư không hề mang dấu ấn của Buffett - *đầu tư momentum*[(2)] - và làm thế nào bạn có thể sử dụng nó như một lợi thế của mình.

Trong những trang sách tiếp theo, bạn sẽ biết rằng không có ai là hoàn hảo cả - kể cả Warren Buffett. Thật khó tin, nhưng ngay cả Buffett cũng phạm phải một số sai lầm. Mà trong đầu tư, sai lầm có

(2) Momentum investing - tạm dịch là đầu tư xung lượng hay động lượng: Là chiến lược đầu tư nhắm vào việc tăng vốn dựa trên sự liên tục của các xu hướng đang tồn tại trên thị trường. Các nhà đầu tư momentum tin rằng những đợt tăng giá mạnh của một loại chứng khoán nào đó sẽ kéo theo những khoản lợi nhuận cộng thêm, hoặc ngược lại, những khoản sụt giảm giá trị tương ứng. Riêng "momentum" được gọi là "chỉ số xung lượng" dùng đo tốc độ thay đổi của giá đóng cửa, được sử dụng để nhận diện mức suy yếu của xu thế và các điểm đảo chiều. Chỉ số này thường bị đánh giá thấp do sự đơn giản của nó.

thể gây ra những thiệt hại rất lớn. Tuy nhiên, bạn có thể học hỏi rất nhiều từ những sai lầm của mình. Thông thường, mọi người thường muốn quên đi những sai lầm vì chúng gợi lại những kỷ niệm đau buồn, nhưng nhà đầu tư cần phải ghi nhớ chúng. Bằng cách này, bạn có thể đoan chắc rằng mình học hỏi được những điều hữu ích, và bạn sẽ có thêm cơ hội tránh được vết xe đổ khi đứng trước những sai lầm tương tự về sau. Thất bại thường là người thầy vĩ đại nhất, nhưng nó chỉ đúng khi bạn rút ra được bài học cho chính mình.

Rất may cho các cổ đông của Buffett, Buffett rất ít khi phạm sai lầm và không thường xuyên. Nhưng khi nói đến sai lầm, cần lưu ý một đặc điểm quan trọng giúp Buffett khác xa so với nhiều nhà đầu tư khác. Ông thể hiện một tài năng đáng kinh ngạc trong việc biến những điều có vẻ là sai lầm hiển nhiên thành những thành công lớn. Thực ra, đây chính là lý do giải thích tại sao Buffett lại là nhà đầu tư thành công nhất – và giàu có nhất – của mọi thời đại.

Vâng, nói đến sự giàu có, mỗi năm tạp chí *Forbes* xuất bản một danh sách 400 người Mỹ giàu nhất. Họ cũng đưa ra một danh sách các tỷ phú trên thế giới. Hết năm này đến năm khác, tên của Warren Buffett luôn xuất hiện ở vị trí đầu tiên hoặc gần đầu tiên trong cả hai danh sách này. Bạn cũng sẽ biết rằng tài sản của Buffett gắn liền với một công ty chủ chốt. Trong trường hợp của Buffett, công ty đó là Berkshire Hathaway. Ông vừa là Giám đốc điều hành vừa là Chủ tịch Hội đồng quản trị. Tuy nhiên, Berkshire là một công ty độc nhất vô nhị trên thế giới này.

Không giống hầu hết các công ty chuyên sản xuất một số sản phẩm chính hoặc cung cấp những dịch vụ cụ thể, Berkshire giống một công ty đầu tư hơn. Trong khi doanh thu và lợi nhuận của

Berkshire chủ yếu từ hoạt động kinh doanh bảo hiểm, hoạt động kinh doanh thực sự của Berkshire là đầu tư vào các công ty khác. Phương thức kinh doanh này đã biến Berkshire thành một tổ chức giống như một quỹ đầu tư tương hỗ (mutual fund), và Buffett là giám đốc của quỹ đó. Đây là điểm làm cho Buffett trở thành một trong số ít những tỷ phú làm giàu chủ yếu nhờ vào hoạt động đầu tư, chứ không thực sự xây dựng và điều hành một doanh nghiệp tập trung vào một lĩnh vực kinh doanh cụ thể. Phần lớn thành công của Berkshire là nhờ khả năng của Buffett trong việc sử dụng tiền thặng dư từ các doanh nghiệp bảo hiểm để làm nguồn tài chính cho việc thu mua lại những công ty ăn nên làm ra khác. Đây chính là lý do chủ yếu giải thích vì sao Buffett được gọi là nhà đầu tư vĩ đại, thay vì chỉ đơn giản gọi là một doanh nhân vĩ đại.

Vì đã có hơn một chục quyển sách viết về Warren Buffett và Berkshire Hathaway, tại sao chúng ta lại cần thêm một quyển nữa như vậy? Trong khi nhiều quyển sách trước đã thảo luận và phân tích những chiến lược đầu tư của Buffett, hầu hết đều trông có vẻ là "một lá thư tình" dành cho một con người vĩ đại. Dĩ nhiên Buffett xứng đáng với tất cả những lời khen tặng mà vô số người đã và tiếp tục dành cho ông, nhưng hầu hết những quyển sách viết về Buffett lại thiếu đi vế này: Chúng không chỉ ra được những sai sót trong phương pháp đầu tư của ông. Thậm chí ngay cả khi họ phân tích cẩn thận những chiến lược đầu tư được Buffett ưa thích, họ cũng không giải thích được đâu là việc mà Buffett làm mà các nhà đầu tư khác có thể hy vọng phỏng theo. Có lẽ, điều quan trọng hơn cả là các tác giả không giải thích được những điều Buffett đã làm mà các nhà đầu tư khác không có hy vọng gì trong việc sao chép từ ông được.

Hơn nữa, những tác giả trước đây chỉ đơn giản là không nhìn nhận được nhiều vấn đề mà Buffett ủng hộ nhưng không có tác dụng tốt nhất đối với quyền lợi của nhà đầu tư. Chẳng hạn, Buffett tin rằng các tập đoàn nên chấm dứt việc cung cấp cho nhà đầu tư các báo cáo định hướng thu nhập hàng quý, như sẽ trình bày trong những trang sách tiếp theo. Nói cách khác, trong thời đại các cơ quan điều hành pháp luật đang cố gắng khuyến khích các doanh nghiệp gia tăng tính minh bạch và cung cấp càng nhiều thông tin càng tốt thì Buffett lại ủng hộ một chính sách có thể dẫn đến việc các doanh nghiệp sẽ "bưng bít" thông tin hơn. Dĩ nhiên, ý định của ông là tốt như những gì ông đã làm, nhưng bạn sẽ thấy rằng, một chính sách "mù thông tin" không bao giờ là tốt đối với các nhà đầu tư.

Buffett cũng ủng hộ việc đánh thuế cao đối với những người được xem là giàu có. Ông thích thuế tài sản, ngay cả khi bản thân ông sẽ tránh loại thuế này bằng cách hiến tặng tài sản của mình cho các quỹ từ thiện. Ông phản đối những nỗ lực cắt giảm thuế suất thuế thu nhập, ngay cả khi các chứng cứ cho thấy thuế suất thấp hơn sẽ giúp thúc đẩy nền kinh tế phát triển và giảm thất nghiệp nhờ việc khuyến khích đầu tư và cắt giảm chi phí vốn. Cũng có bằng chứng cho thấy tỷ suất thuế thấp hơn sẽ dẫn đến thu nhập của chính phủ từ thuế sẽ cao hơn. Khi cố vấn cho Arnold Schwarzenegger tranh cử chức thống đốc bang California, Buffett đề xuất Armold tăng thuế tài sản. Điều thú vị nữa bạn sẽ nhận ra là, Buffett thừa nhận rằng sự do dự trong việc bán đi một vài công ty ở bất cứ giá nào đã ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính của Berkshire.

Thực ra, có rất nhiều "truyền thuyết" về Warren Buffett. Quyển sách này sẽ cố gắng phân biệt đâu là những câu chuyện hoang

đường, đâu là sự thực. Chẳng hạn như, nhiều nhà đầu tư tin rằng Buffett xem thường những chiến lược đa dạng hóa, chứ không phải tập trung hóa danh mục đầu tư. Buffett từng chê bai phương pháp đầu tư đa dạng hóa. Tuy nhiên, trên thực tế Buffett lại tin rằng hầu hết các nhà đầu tư nên nắm giữ những danh mục cổ phiếu tương đối đa dạng. Thậm chí, ngày nay Berkshire còn có một danh mục đa dạng hóa hơn nhiều so với chính nó trong một quá khứ vinh quang và lâu dài.

Ngoài ra, nhiều nhà đầu tư tin rằng Buffett chỉ mua những cổ phiếu giá rẻ, nghĩa là những cổ phiếu có *hệ số giá trên thu nhập (P/E)*[(3)] thấp – chúng ta sẽ đề cập sâu hơn trong những chương tiếp theo. Tuy nhiên, thực tế lại phức tạp hơn nhiều. Buffett không chú ý nhiều đến các hệ số giá, mà giống như tất cả những chuyên gia phân tích tài chính có kiến thức vững chắc, ông ước lượng dòng tiền tương lai và qua chiết khấu quy chúng về hiện tại để tính toán cái gọi là giá trị nội tại (intrinsic value). Ông thích mua những công ty mà ông có thể trả giá thấp hơn giá trị nội tại của nó. Nói cách khác, ông thích mua cổ phiếu với giá tốt, chứ không phải cổ phiếu rẻ tiền. Điều này nghe có vẻ như là một sự khác biệt tinh tế, nhưng đó là sự phân biệt quan trọng khi bạn đọc tới những trang sách tiếp theo trong quyển sách này.

Trái với ý kiến chung của rất nhiều người, Buffett không chống lại việc sử dụng cổ phiếu ưu đãi cho nhân viên. Điều này chắc chắn sẽ là một sự ngạc nhiên đối với nhiều độc giả vì Buffett luôn là một

(3) Hệ số giá trên thu nhập (P/E) là một trong những chỉ số phân tích quan trọng trong quyết định đầu tư chứng khoán của nhà đầu tư. Thu nhập từ cổ phiếu quyết định giá thị trường của cổ phiếu đó. Hệ số P/E đo lường mối quan hệ giữa giá thị trường (Market Price - P) và thu nhập của mỗi cổ phiếu (Earning Per Share - EPS) và được tính như sau: P/E = P/EPS. Trong đó, giá thị trường P của cổ phiếu là giá mà tại đó cổ phiếu đang được mua bán ở thời điểm hiện tại; thu nhập của mỗi cổ phiếu EPS là phần lợi nhuận ròng sau thuế mà công ty chia cho các cổ đông thường trong năm tài chính gần nhất.

người lớn tiếng chỉ trích chính sách lương bổng ưu đãi dành cho các nhà quản lý cấp cao trong các công ty. Thậm chí, Buffett còn là người đi tiên phong trong những nỗ lực yêu cầu các cơ quan điều hành của nhà nước bắt buộc các doanh nghiệp thể hiện chi phí dành cho cổ phiếu ưu đãi trên các bản báo cáo tài chính. Tuy nhiên, trong thực tế Buffett tin rằng quyền mua cổ phiếu ưu đãi là một công cụ vô cùng thích hợp để tưởng thưởng cho các nhà quản lý doanh nghiệp – miễn là chúng được cấu trúc một cách hợp lý.

Bạn sẽ thấy rằng uy tín của Buffett trong vai trò là người bảo vệ quyền lợi của cổ đông có thể có phần không xứng đáng. Mặc dù ông là một trong những giám đốc điều hành có đạo đức nhất ở Mỹ và là người thẳng thắn xem thường những nhà quản lý chỉ thích làm giàu cho bản thân bằng chi phí của các cổ đông, nhưng bạn sẽ khám phá ra rằng Berkshire Hathaway có một lịch sử quản trị công ty khá tối tăm cho đến khi nó bị Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE – New York Stock Exchange) buộc phải cởi mở và minh bạch hơn.

Một huấn luyện viên điền kinh từng nói với các vận động viên hàng đầu của mình rằng: "Nếu muốn chạy nhanh hơn, các bạn phải tập luyện cùng với những vận động viên chạy nhanh hơn bạn". Tương tự, nếu bạn muốn trở thành một nhà đầu tư giỏi hơn, hãy học hỏi những người giỏi nhất. Điều không hay là bạn không thể xuất hiện ở văn phòng của Warren Buffett ở Omaha và thông báo rằng bạn đã sẵn sàng học hỏi. Tin tốt là bằng cách học hỏi những kỹ thuật của ông, bạn có thể nắm được rất nhiều điều hữu ích trong đầu tư và bạn có thể tự biến mình thành một nhà đầu tư giỏi hơn nhiều.

Đọc về Buffett, bạn có thể biết được điều gì có tác dụng, điều gì không trong hầu hết các trường hợp. Bạn sẽ đảm bảo rằng mình

có những thông tin cần thiết để tối đa hóa xác suất thành công, bất kể điểm xuất phát đầu tư của bạn nằm ở đâu. Bạn cũng sẽ hình thành một nền tảng kiến thức vững chắc về những rủi ro gắn liền với các loại chiến lược đầu tư đa dạng khác nhau. Và, bạn có thể trở thành một nhà đầu tư thực tiễn hơn. Xét cho cùng, trong mua bán cổ phiếu, không có điều gì là chắc chắn cả! Tuy nhiên, qua nhiều thập kỷ nghiên cứu, các nhà nghiên cứu đã khám phá ra những chiến lược đầu tư nào có hiệu quả cao nhất trong từng môi trường đầu tư khác nhau. Nghiên cứu Buffett và nhận thức được những kết quả từ việc nghiên cứu này có thể giúp bạn đảm bảo rằng những cơ hội thành công trong đầu tư luôn nằm trong tầm tay của bạn.

1

MỘT BUFFETT MỚI CỦA "ĐA DẠNG HÓA"?

Chiến lược mà chúng tôi lựa chọn không theo nguyên tắc về đa dạng hóa mà chúng tôi đang theo đuổi.

- Warren Buffett, 1993

Có lẽ hơn 99% nhà đầu tư cần phải đa dạng hóa danh mục đầu tư sâu rộng hơn nữa.

- Warren Buffett, 1998

Đây là hai trong số những phát biểu có vẻ rất mâu thuẫn với nhau. Vậy thực sự quan điểm của Warren Buffett là gì đối với "đa dạng hóa"? Ông ủng hộ hay chống lại phương thức đầu tư này? Ông có làm theo lời khuyên của mình đối với người khác hay không, hay là câu trả lời của ông quá phức tạp chứ không đơn giản chỉ là một lời khẳng định hoặc phủ định?

Chắc chắn tất cả các nhà đầu tư đều được khuyên bảo vào một lúc nào đó rằng: "Không nên bỏ tất cả trứng vào một giỏ!"(4) Đa dạng hóa là một trong những nguyên tắc cơ bản nhất của lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại. Nó được dạy cho sinh viên tài chính ở hầu hết các trường đại học trên khắp thế giới. Nó luôn được nhồi vào đầu họ trong tất cả các khóa học tài chính mà họ tham gia, từ tài

(4) "Don't put all your eggs in one basket!"

chính doanh nghiệp cho đến lý thuyết quản lý danh mục đầu tư. Các chuyên viên đầu tư cũng cổ xúy cho khái niệm này. Các nhà tư vấn đầu tư cũng xem việc đề xuất chiến lược tập trung cho danh mục đầu tư của khách hàng là sự tư vấn thiếu trách nhiệm.

Các sinh viên tài chính và chuyên viên đầu tư không chỉ được dạy cần phải đa dạng hóa bên trong các lớp tài sản, mà họ còn được dạy phải đa dạng hóa trên nhiều lớp tài sản. Sự đa dạng hóa trên nhiều lớp tài sản thường được gọi là *phân bổ tài sản*(5). Có nhiều loại lớp tài sản khác nhau. Chúng gồm có cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản, tiền mặt và một số thứ khác nữa. Ý tưởng ở đây là nhà đầu tư nên mua không chỉ nhiều mã cổ phiếu khác nhau, mà họ còn nên mua trái phiếu, bất động sản và các loại tài sản khác. Ngoài ra, họ nên giữ một ít tiền mặt. Lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại cho rằng bạn càng đa dạng hóa càng tốt.

Tuy nhiên, đa dạng hóa là một quy tắc mà Warren Buffett hoàn toàn không thích. Trái lại, chiến lược đầu tư của ông chủ yếu là tập trung vào một vài cổ phiếu trong danh mục của mình – ít nhất điều này đã diễn ra trong phần lớn sự nghiệp lâu dài của ông. Nhưng trong thời gian gần đây, Berkshire Hathaway, công ty mà Buffett và đối tác Charlie Munger đã điều hành nhiều thập kỷ qua, bắt đầu đa dạng hóa nhiều hơn trước. Điều này có khơi dậy một khía cạnh mới trong phong cách đầu tư của Buffett không? Hơn 10 năm trước, ông vẫn chế nhạo các chuyên gia đầu tư và bất cứ ai khuyến nghị đa dạng hóa danh mục đầu tư một cách rộng rãi. Chẳng hạn, ông nói về đa dạng hóa trong lá thư gởi cổ đông năm 1993 như sau:

Chiến lược mà chúng tôi áp dụng không đi theo lý thuyết đa dạng hóa tiêu chuẩn được trình bày dưới đây. Do đó, nhiều

---

(5) Asset allocation.

chuyên gia sẽ nói rằng chiến lược này chắc chắn sẽ rủi ro hơn chiến lược được nhiều nhà đầu tư truyền thống áp dụng. Chúng tôi không tán thành. Chúng tôi tin rằng chính sách tập trung hóa danh mục đầu tư có thể giảm thiểu rủi ro rất tốt nếu nó gia tăng cả mức độ tư duy của nhà đầu tư đối với doanh nghiệp đang xét lẫn mức độ thoải mái mà họ cảm thấy từ những đặc điểm kinh tế của nó trước khi tiến hành mua. Cùng với phát biểu trên, chúng tôi định nghĩa rủi ro là "khả năng mất mát hoặc bị thương tích".

Có lẽ, để đảm bảo tuyệt đối không có sự mơ hồ trong quan điểm của họ, Charlie Munger đã phát biểu rõ thêm một chút. Năm 1996, *Barron's* đã trích lời ông nói rằng lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại là "một dạng hội chứng mất trí mà tôi không thể phân loại được". Bất kể những thành công vang dội mà họ đã đạt được, và nếu Buffett và Munger không từng là giáo sư tài chính, có lẽ sự nghiệp của họ đã chấm dứt từ lâu.

Dù trước đây Buffett cũng đưa ra những bình luận tốt đẹp về việc tập trung hóa các khoản mục đầu tư của mình, chúng ta không nên kết luận rằng Buffett hoàn toàn không đoái hoài gì đến các nguyên tắc đa dạng hóa và phân bổ tài sản. Có nhiều bằng chứng cho thấy ông vẫn ủng hộ việc đa dạng hóa danh mục đầu tư. Tuy nhiên, ông cho rằng lý thuyết tài chính đã đi quá xa đối với khái niệm này.

Berkshire hiện đang sở hữu hơn 70 công ty con và có những khoản đầu tư cổ phiếu lớn trong hàng tá công ty đại chúng đang được giao dịch trên sàn chứng khoán. Nó nắm giữ một lượng tiền và các loại chứng khoán mang lại thu nhập cố định có giá trị hơn 70 tỷ USD, bao gồm trái phiếu Chính phủ, trái phiếu bang, trái phiếu doanh

nghiệp và các loại chứng khoán có thế chấp bằng bất động sản khác. Điều này dường như tạo nên một danh mục đầu tư khá đa dạng. Tuy nhiên, trong thực tế, ngay cả một danh mục đầu tư đa dạng như thế cũng còn tập trung hóa nhiều hơn mức lý thuyết tài chính khuyến nghị. Chỉ mới vài năm trước đây, danh mục đầu tư của Berkshire mang tính tập trung hóa cao hơn nhiều so với hiện nay.

TĂNG THU NHẬP, GIẢM RỦI RO

Dù Buffett có suy nghĩ ra sao về đa dạng hóa đi nữa thì lý do mà các chuyên viên tài chính ủng hộ mạnh mẽ ý tưởng này chính là ở chỗ đa dạng hóa giúp giảm thiểu rủi ro trong đầu tư. Thực ra, danh mục đầu tư càng đa dạng thì khả năng giảm rủi ro càng lớn. Nhờ đa dạng hóa danh mục đầu tư, bạn có thể giảm thiểu tác động mà một loại cổ phiếu nào đó có thể gây ra nếu nó bất ngờ sụt giá.

Tất nhiên còn có nhiều cách khác để giảm thiểu rủi ro. Nhưng giảm rủi ro không phải là mục đích duy nhất của đa dạng hóa. Mục tiêu thực sự là tạo ra càng nhiều thu nhập càng tốt với rủi ro thấp nhất có thể.

Đây không phải là một ý tưởng phù phiếm tùy hứng được tạo ra trong tháp ngà. Đằng sau khái niệm này là một suy luận logic toán học vững chắc và nhiều lý lẽ xác thực. Suy luận toán học này liên quan đến một phương pháp thống kê được gọi là *hiệp phương sai (covariance)* – phương pháp này cho biết hai biến số, ví dụ như thu nhập từ hai loại cổ phiếu, thay đổi thì có quan hệ với nhau ra sao. *Hệ số tương quan (correlation coefficient)* sẽ tiêu chuẩn hóa hiệp phương sai để nó luôn nằm trong khoảng giữa +1 và -1. Điều này giúp diễn giải nó một cách dễ dàng hơn.

Đến đây, bạn có thể lắc đầu nghĩ rằng: "Mình cần phải học thêm một lớp về toán cao cấp chỉ để đọc hiểu một quyển sách về Warren Buffett hay sao?". Bạn hãy thở phào nhẹ nhõm vì câu trả lời là: không cần thiết. Nhưng nếu hiểu được những khái niệm này thì bạn sẽ dễ dàng nắm bắt phương pháp tiếp cận của Buffett đối với hoạt động đầu tư một cách đơn giản, dễ hiểu.

Nếu hệ số tương quan giữa hai cổ phiếu bằng +1 thì hai cổ phiếu này được gọi là có sự tương quan thuận tuyệt đối. Ví dụ, một cổ phiếu tăng giá trị 10% thì cổ phiếu kia tăng giá trị 5%. Nếu cổ phiếu đầu giảm 10% thì cổ phiếu sau cũng giảm 5%. Sẽ chẳng có ý nghĩa gì khi nắm giữ cả hai loại cổ phiếu này trong một danh mục đầu tư bởi vì chúng luôn chuyển động cùng chiều và có tỷ lệ chính xác so với cổ phiếu kia.

Ngược lại, nếu hệ số tương quan là -1 thì hai cổ phiếu được gọi là có sự tương quan nghịch tuyệt đối. Nếu một cổ phiếu tăng 10% giá trị thì cổ phiếu kia có thể giảm 8%. Nếu cổ phiếu đầu giảm 10% thì cổ phiếu sau tăng 8%. Nếu cùng được nắm giữ trong một danh mục đầu tư, chúng sẽ tạo ra một hàng rào hoàn hảo bởi vì chúng luôn chuyển động ngược chiều nhau theo tỷ lệ chính xác với cổ phiếu kia.

Còn nếu hệ số tương quan bằng 0, thì hai cổ phiếu này hoàn toàn không có liên quan gì với nhau. Điều này có nghĩa là biết được hoạt động của cổ phiếu này cũng không rút ra được gợi ý gì về hoạt động của cổ phiếu kia.

Dĩ nhiên, hệ số tương quan có thể có bất kỳ giá trị nào trong khoảng từ -1 đến +1. Vận dụng một số phương pháp toán khá phức tạp, bất cứ giáo sư tài chính nào cũng có thể chứng minh rằng miễn là hệ số tương quan giữa hai cổ phiếu nhỏ hơn +1 thì việc sở hữu cả

hai cổ phiếu sẽ luôn có ích. Hơn nữa, hệ số tương quan càng nhỏ, lợi ích thu được càng lớn. Việc giải thích tại sao điều này xảy ra lại mang tính kỹ thuật. Tuy nhiên, nền tảng cơ bản của nó được giải thích như sau: thu nhập kỳ vọng của một danh mục đầu tư là mức trung bình có trọng số của những khoản thu nhập kỳ vọng của mỗi cổ phiếu trong danh mục, nhưng rủi ro của danh mục không phải là mức trung bình có trọng số của rủi ro của từng cổ phiếu. Xét về mặt toán học, đây chính là tất cả ý nghĩa của sự đa dạng hóa.

Đúng như bạn nghi ngờ, Buffett chẳng dành nhiều thời gian để tính toán các hệ số tương quan. Ông không cần làm vậy; bạn cũng không cần nếu bạn biết áp dụng những suy luận hợp lý. Vì trong thực tế, hệ số tương quan luôn nhỏ hơn +1, nên suy luận hợp lý là tất cả những gì bạn cần quan tâm. Bạn cũng phải công nhận rằng việc đa dạng hóa danh mục đầu tư sẽ luôn mang lại lợi ích cho bạn. Những lợi ích này cụ thể là gì? Nó có thể được tóm tắt bằng nhận định sau đây:

Một danh mục đầu tư được đa dạng hóa phù hợp sẽ mang lại mức thu nhập kỳ vọng cao nhất trước bất cứ mức độ rủi ro nào, hoặc mức độ rủi ro thấp nhất dành cho bất cứ mức thu nhập kỳ vọng nào.

Chắc chắn một số nhà đầu tư sẽ cho rằng các giáo sư tài chính, những người nghĩ ra khái niệm này, sống trong một thế giới lý thuyết nào đó ít có sự tương đồng với thực tế. Phải công nhận rằng, khi các vị giáo sư thuyết giảng thì mọi người thường cảm thấy buồn ngủ. Nhưng khi Warren Buffett nói thì tất cả họ chăm chú lắng nghe. Đó là vì các giáo sư dựa vào những lý luận toán học, chứa đầy những công thức phức tạp, để đi đến nhận định của mình. Còn Buffett lại

nổi tiếng với việc đưa ra nhận định bằng những suy luận hợp lý thông thường. Các giáo sư thích sự phức tạp; còn Buffett thích sự đơn giản hơn.

Mặc dù nhận định nêu trên nghe có vẻ khá đơn giản, nhưng thực ra nó ẩn chứa một số khái niệm phức tạp bên trong. Trước hết là từ "phù hợp". Nó ám chỉ rằng không phải tất cả các danh mục đầu tư đa dạng hóa đều được đa dạng hóa một cách phù hợp. Thật ra, trên lý thuyết, danh mục được đa dạng hóa phù hợp là một danh mục bao gồm tất cả các mã cổ phiếu. Vâng, đúng vậy, tất cả các mã cổ phiếu! (Nói chính xác hơn, thực sự nó bao gồm tất cả các lớp tài sản, nhưng do quyển sách này viết về Warren Buffett, một con người luôn ưu tiên cho sự đơn giản, nên chúng tôi sẽ hạn chế việc thảo luận những điều khác ngoài cổ phiếu).

Hơn nữa, sự khác biệt duy nhất giữa một danh mục được đa dạng hóa phù hợp này và một danh mục khác được đa dạng hóa phù hợp khác chính là tỷ lệ của quỹ đầu tư vào từng cổ phiếu. Hai danh mục đầu tư có thể có những cổ phiếu giống nhau, nhưng chúng không đồng nhất trừ phi mỗi cổ phiếu được đầu tư với những khoản tiền có tỷ lệ giống nhau.

Nhận định này cũng nêu ra khái niệm thu nhập "kỳ vọng", tức không phải các khoản thu nhập thực tế. Điều này là do không ai biết được chắc chắn trước rằng mức thu nhập thực tế của một cổ phiếu hay một danh mục cổ phiếu sẽ là bao nhiêu. Do đó, thu nhập kỳ vọng phải được ước tính. Sự ước tính này phần nào dựa trên mức độ rủi ro liên quan là bao nhiêu. Điều này mang lại cho chúng ta một quy tắc căn bản khác của lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại: rủi ro càng lớn, thu nhập kỳ vọng càng cao. Một danh mục được

đa dạng hóa phù hợp có mức độ rủi ro cao hơn một danh mục được đa dạng hóa phù hợp khác, thì nó cũng được kỳ vọng sẽ mang lại thu nhập lớn hơn.

Thực ra, "rủi ro" là một biến số quan trọng khác trong việc thảo luận về đa dạng hóa (và trong nhận định nêu trên). Ở đầu chương này, chúng ta đã biết Buffett định nghĩa rủi ro là khả năng bị mất tiền. Nhưng cũng có những cách định nghĩa rủi ro khác. Các nhà nghiên cứu tài chính thường tập trung vào tính không ổn định. Thực sự thì lý thuyết tài chính hóa ra cũng bàn về một loại rủi ro rất đặc biệt còn là rủi ro tổng quát, được tính toán bằng một biến số toán học khác gọi là *độ sai biệt (variance)*, hoặc căn bậc hai của nó, *độ lệch chuẩn (standard deviation)*. Một lần nữa, xin lưu ý rằng bạn không nên sợ hãi vì những khái niệm toán học này. Bạn không cần phải có bằng đại học toán học mới hiểu được quyển sách này. Tuy nhiên, nếu hiểu được chúng rõ ràng, bạn sẽ càng biết ơn vì phương pháp tiếp cận bằng suy luận hợp lý thông thường trong đầu tư của Buffett.

Điều thú vị là lý thuyết tài chính xem một cổ phiếu có tính rủi ro nếu nó thể hiện một khuynh hướng đi lên hoặc đi xuống với khoảng cách lớn. Buffett cho rằng điều này thật ngớ ngẩn. Xét cho cùng thì tại sao một cổ phiếu tăng giá lại được xem là rủi ro? Buffett chỉ lo lắng về rủi ro rằng cổ phiếu sẽ rớt giá. Lý thuyết đầu tư thường tập trung vào rủi ro toàn phần, nhưng Buffett chỉ lo lắng về rủi ro sụt giảm giá.

BUFFETT DỰA VÀO SUY LÝ THÔNG THƯỜNG

Lý thuyết tài chính cho rằng đa dạng hóa là tốt vì nó giảm đi mức độ rủi ro toàn phần. Hơn nữa, lý thuyết này cho rằng hệ số

tương quan càng nhỏ thì rủi ro càng được giảm thiểu. Buffett biết rằng lý thuyết này còn nhiều hạn chế. Một hạn chế lớn là các hệ số tương quan không phải là một con số tĩnh. Chúng luôn thay đổi theo thời gian. Đôi khi, chúng thay đổi một cách rất nhanh chóng.

Nhiều nhà đầu tư tin rằng đa dạng hóa có thể bảo vệ danh mục đầu tư của họ rất chặt chẽ. Một số cổ phiếu có thể xuống giá, nhưng những cổ phiếu khác sẽ tăng giá. Kết quả là toàn bộ danh mục đầu tư được bảo vệ. Một số nhà đầu tư thậm chí còn nghĩ rằng một danh mục được đa dạng hóa phù hợp sẽ bảo vệ họ khỏi những cơn bán tháo của thị trường. Không may là sự việc không phải lúc nào cũng diễn biến giống như thế. Các nhà đầu tư thường hoảng loạn khi thị trường bán tháo. Họ bắt đầu bán mà không cần phân biệt gì nữa. Những cổ phiếu trước đây được xem là không có tương quan với một cổ phiếu khác bất ngờ xuống giá. Ngay cả những danh mục bao gồm chứng khoán nước ngoài cũng gánh chịu thiệt hại trong cơn bán tháo hoảng loạn. Mỉa mai thay, sự đa dạng hóa thường mang lại khả năng bảo vệ ít nhất vào lúc sự bảo vệ đó được cần đến nhất.

May mắn là những vụ bán tháo hoảng loạn cũng hiếm khi xảy ra. Ngoại trừ những sự kiện khác thường như vậy, đa dạng hóa tỏ ra thực sự có thể giảm mức độ rủi ro của một danh mục đầu tư. Đa dạng hóa trên thực tế có tác dụng rất tốt trong hầu hết các điều kiện thị trường khi hệ số tương quan nằm ở mức tương đối ổn định, nó không bao giờ là một hằng số hoàn hảo. Đây là lý do tại sao một số nhà đầu tư phức tạp săn lùng những cổ phiếu không có mối tương quan nào cả. Thực tế là, nhiều quỹ đầu tư rủi ro chuyên tìm kiếm những tài sản không tương quan, và sau đó đầu tư dài hạn hoặc ngắn hạn vào chúng. (Một khoản đầu tư ngắn hạn bao gồm cả việc mượn và bán

cổ phiếu mà bạn không sở hữu với ý định mua lại cổ phiếu ấy khi nó giảm giá sau này. Trong đầu tư ngắn hạn, giá trị của khoản đầu tư tăng lên khi giá cổ phiếu rớt xuống. Điều này hoàn toàn trái ngược với những gì hầu hết các nhà đầu tư mong muốn).

Tuy nhiên, đại đa số các nhà đầu tư không phải lúc nào cũng lao vào tính toán hệ số tương quan trước khi quyết định tăng thêm một vài mã cổ phiếu nào đó vào danh mục đầu tư của họ. Buffett cũng thế. Các chuyên gia phân tích định lượng có thể làm điều này rất thường xuyên, nhưng rất ít, nếu không muốn nói là không có nhà đầu tư bình thường nào lại đi tính hệ số tương quan trước khi ra quyết định đầu tư. Họ không cần phải tính làm gì cả!

Sau đây là một ví dụ đơn giản cho thấy lý do tại sao trong hầu hết các trường hợp, sự suy lý thông thường – một trong những khái niệm được Warren Buffett ưa thích – cũng có tác dụng tương tự. Giả sử bạn thích General Motors (GM) và quyết định mua một số cổ phiếu của họ. Nếu GM là cổ phiếu duy nhất mà bạn sở hữu thì rõ ràng bạn đang có một danh mục đầu tư hết sức rủi ro. Một số rủi ro có thể ảnh hưởng đến tất cả các cổ phiếu. Tuy nhiên, một số rủi ro chỉ tác động đến GM. Nếu nền kinh tế bắt đầu rơi vào suy thoái, xác suất lớn là toàn bộ thị trường chứng khoán sẽ bị ảnh hưởng. Nhưng nếu GM không ký được một hợp đồng thuận lợi với công đoàn của mình thì đây là một rủi ro chỉ dành cho GM. Những rắc rối với công đoàn công ty khó có thể ảnh hưởng đến giá trị của nhiều cổ phiếu khác.

May mắn là bạn có thể giảm nhẹ khả năng chịu ảnh hưởng bởi một số rủi ro của riêng GM bằng cách mua thêm một loại cổ phiếu khác vào danh mục đầu tư của mình. Rõ ràng, mua cổ phiếu của công ty Ford Motor không có nhiều ý nghĩa lắm. Xét cho cùng thì

Ford và GM đều hoạt động trong một ngành và cùng chịu tác động của một số rủi ro giống nhau. Thực ra, Ford cũng phải thương lượng với công đoàn tương tự như GM mà thôi. Nếu bạn thực sự muốn giảm mức độ rủi ro cho danh mục của mình, tốt hơn hết hãy mua thêm cổ phiếu từ một công ty trong một ngành không có tương quan với GM. Một ứng cử viên tốt có thể là cổ phiếu sáng giá (blue-chip stock, còn được gọi là cổ phiếu dẫn dắt) trong lĩnh vực công nghệ như Microsoft.

Chắc chắn các chuyên viên trong ngành sẽ tán đồng, nhưng không phải họ dựa vào suy luận hợp lý thông thường. Họ sẽ nói rằng GM và Microsoft sẽ tạo ra một danh mục tốt hơn so với GM và Ford bởi vì hệ số tương quan giữa GM và Microsoft thấp hơn hệ số tương quan giữa GM và Ford. Thực ra, khi bạn trả phí tư vấn, bất cứ giáo sư tài chính nào cũng sẵn lòng chứng minh điều này cho bạn bằng cách thực hiện phép phân tích hồi quy và sẽ thực sự tính ra con số cụ thể. Nhưng mức độ phức tạp này quả thật là không cần thiết. Thay vào đó, bạn có thể chỉ làm như Warren Buffett vẫn thường làm – sử dụng sự suy luận hợp lý thông thường.

Buffett không sở hữu GM hoặc Microsoft, nhưng trực giác cho ông biết rằng việc bổ sung cổ phiếu Microsoft vào danh mục có GM sẽ giảm rủi ro nhiều hơn so với việc bổ sung Ford vào danh mục đó. Xét kỹ hơn thì Microsoft và GM thuộc những ngành hoàn toàn khác nhau. Họ sẽ không bị tác động bởi nhiều yếu tố rủi ro giống nhau. Nếu giá vỏ xe tăng lên, nó sẽ tác động đến lợi nhuận của GM. Nhưng giá vỏ xe cao hơn không thể ảnh hưởng đến lợi nhuận của Microsoft! Trái lại, Ford và GM có nhiều điểm chung. Vì thế, có nhiều khả năng một biến cố tác động đến công ty này cũng sẽ tác động đến công ty kia.

NHIỀU HƠN = TỐT HƠN, HAY NHIỀU HƠN ĐƠN GIẢN CHỈ LÀ NHIỀU HƠN?

Giả sử bạn quyết định bổ sung một số cổ phiếu Microsoft vào danh mục đầu tư của mình. Bạn có thể giảm rủi ro hơn nữa bằng cách mua thêm cổ phiếu thứ ba không? Dĩ nhiên là bạn có thể. Lý tưởng nhất là bạn nên tìm kiếm một cổ phiếu không có sự tương quan nào với cả GM lẫn Microsoft. Có lẽ một công ty kinh doanh cơ sở hạ tầng như Duke Energy là thích hợp nhất.

Việc giảm rủi ro phụ thuộc không chỉ vào mức độ tương quan với nhau giữa các cổ phiếu trong cùng một danh mục, mà còn dựa vào số lượng cổ phiếu trong danh mục đó. Bạn càng bổ sung thêm nhiều cổ phiếu vào danh mục đầu tư thì bạn càng giảm thiểu được rủi ro.

Cho đến nay, Buffett và những người thích áp dụng phương pháp thiên về toán học có rất nhiều điểm chung. Tuy nhiên, những khác biệt thường xuất hiện khi bạn đặt câu hỏi bao nhiêu cổ phiếu là đủ. Những người thực sự tin vào lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại – chúng ta tạm gọi họ là những người cực đoan – nói rằng không có giới hạn nào cả. Bạn cứ việc bổ sung thêm bất cứ cổ phiếu nào mà bạn thích. Càng nhiều càng vui. Bạn nên nhớ rằng, theo những người cực đoan, mỗi cổ phiếu phải thuộc về một danh mục được đa dạng hóa phù hợp. Thực ra, có thể họ sẽ khuyên nhà đầu tư nên tránh mua những cổ phiếu đơn lẻ. Thay vào đó, họ sẽ cố vấn cho nhà đầu tư chuyển tiền vào những quỹ đầu tư. Các quỹ đầu tư, có thể là một quỹ tương hỗ hoặc quỹ chứng khoán tổng hợp ETF[6],

---

(6) ETF - Exchange Traded Fund: Quỹ chứng khoán tổng hợp ETF (hay Quỹ trao đổi thị trường ETF). Đây là một quỹ do các nhà đầu tư góp vốn. Toàn bộ số tiền do các nhà đầu tư góp vốn sẽ được trải đều ra mua một loạt các cổ phiếu của một chỉ số nào đó như S&P 500 hay Nasdaq 100 hoặc một mã cổ phiếu đại diện cho một loại hàng hóa nào đó. Quỹ này cấp các chứng chỉ sở hữu cho các nhà đầu tư và chứng chỉ này cũng được niêm yết tại thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, giá của các chứng chỉ này biến động liên tục và có thể được mua bán suốt ngày. Còn quỹ tương hỗ được định giá một lần trong ngày và tất cả các giao dịch trong ngày được thực hiện theo giá đó. Quỹ ETF cũng mang lại một số lợi thế về thuế so với quỹ tương hỗ.

thường đầu tư vào một rổ cổ phiếu lớn được bao gồm trong một chỉ số thị trường đặc biệt. Ví dụ, quỹ đầu tư theo dõi chỉ số S&P 500 bao gồm tất cả 500 cổ phiếu.

Warren Buffett sẽ không chấp nhận lời khuyên kiểu này. Chắc chắn ông không sử dụng tiền của Berkshire để mua thật nhiều cổ phiếu. Ông xem ý tưởng này là sự lố lăng vì hai lý do rất đơn giản. Trước hết, ngay cả khi lý thuyết là đúng và tất cả các cổ phiếu đều thuộc về một danh mục đa dạng hóa, điều này cũng không thể thực hiện được trong thực tiễn. Thứ hai, thậm chí nếu một ai đó có thể xoay xở mua được cổ phiếu của tất cả các công ty mà họ có thể mua, thì họ cũng chỉ mua những cổ phiếu tốt và tránh các cổ phiếu xấu, tất nhiên giả sử rằng bạn có khả năng phân biệt được sự khác nhau giữa chúng.

Chúng ta hãy xem xét kỹ hơn từng lập luận này. Dĩ nhiên, sẽ vô cùng khó khăn, nếu không nói là không thể, để các cá nhân mua cổ phiếu của tất cả các công ty đại chúng tồn tại trên thị trường. Nhưng ngày nay, bạn có thể đạt được gần như vậy bằng cách mua cổ phiếu của các quỹ đầu tư. Có vô số quỹ tương hỗ và quỹ ETF tồn tại trên thị trường để theo sát mọi chỉ số. Dường như mỗi ngày có một quỹ đầu tư mới xuất hiện trên thị trường. Nếu bạn mua số lượng và loại chứng khoán đủ lớn từ những quỹ đầu tư này, bạn có thể thực sự tiếp cận đại đa số các cổ phiếu trên thị trường mà không cần trực tiếp mua chính các cổ phiếu này. Ngày nay, các nhà đầu tư trên khắp thế giới hoàn toàn có thể tiếp cận hầu hết những cổ phiếu của Mỹ bằng cách này. Những người cực đoan rất ủng hộ chiến lược này.

Có lẽ bạn sẽ cảm thấy ngạc nhiên khi biết rằng Buffett cũng nghĩ vậy – ít nhất dành cho những nhà đầu tư bình thường. Hóa ra là người chọn cổ phiếu vĩ đại nhất thế giới nghĩ rằng các nhà đầu tư

bình thường không nên lựa chọn cổ phiếu. Thay vào đó, con người đã làm nên một gia tài khổng lồ bằng cách chỉ nắm giữ vài cổ phiếu chọn lọc lại nghĩ rằng các nhà đầu tư bình thường chỉ nên mua cổ phiếu của các quỹ đầu tư. Trong một buổi nói chuyện ở trường Đại học Florida năm 1998, Buffett nói rằng: "Có lẽ hơn 99% những người tham gia đầu tư nên đa dạng hóa một cách rộng rãi". Thậm chí trong thư gởi cổ đông năm 2003, ông viết: "Những quỹ đầu tư có giá mua rất thấp (như quỹ Vanguard's) thường thân thiện với nhà đầu tư theo đúng bản chất của nó và là sự lựa chọn tốt nhất cho hầu hết những người muốn sở hữu chứng khoán".

Những nhận xét trên có lẽ tạo ra cú sốc cho tất cả những fan hâm mộ Buffett vì họ luôn được giáo huấn để tin rằng chiến lược đầu tư tốt nhất là chỉ mua cổ phiếu của một vài công ty tốt nhất mà thôi. Buffett và cánh tay phải của mình là Charlie Munger thậm chí còn sử dụng những từ ngữ chế nhạo sự đa dạng hóa và ca ngợi sự tập trung hóa trong danh mục. Hầu hết những quyển sách viết về Buffett đều nhấn mạnh đến sự xem thường của ông đối với vấn đề đa dạng hóa và sở thích tập trung hóa của ông. Vậy sự thật nằm ở đâu? Điều gì có thể giải thích sự đối lập rõ ràng này? Thông điệp thực sự của Buffett là gì?

Buffett muốn nói rằng đa dạng hóa không dành cho ông, nhưng nó hoàn toàn có lợi cho hầu như tất cả những người khác. Như bạn có thể thấy, Berkshire Hathaway hoàn toàn không sở hữu cổ phiếu của một quỹ đầu tư nào cả. Chắc chắn Buffett sẽ xem việc mang tiền của Berkshire đi mua cổ phiếu quỹ đầu tư là ngớ ngẩn. Rõ ràng ông tin rằng các nhà đầu tư bình thường nên làm theo những gì ông nói, chứ không phải những gì ông làm.

Cũng trong buổi nói chuyện ấy ở Đại học Florida, ông tiếp tục giải thích rằng đa dạng hóa là một ý tưởng tồi đối với những người thực sự hiểu được cách định giá doanh nghiệp. Ông nói với khán thính giả rằng nếu họ thực sự giỏi trong kỹ năng định giá doanh nghiệp, thì sở hữu cổ phiếu của khoảng sáu công ty là mức đa dạng hóa tối đa mà họ cần có.

Như bạn có thể tưởng tượng, tài sản cá nhân của Buffett hoàn toàn không được đa dạng hóa. Thực tế, phần lớn tài sản của ông được đầu tư vào cổ phiếu Berkshire Hathaway. Và trong nhiều năm qua, tài sản của Berkshire chưa hề được xem là được đa dạng hóa đúng mức. Nhưng Berkshire đang trải qua một quá trình chuyển biến. Ngày nay, danh mục đầu tư của Berkshire đã trở nên đa dạng hóa hơn bất cứ lúc nào trong lịch sử của công ty.

Berkshire đã trở nên quá to lớn và có quá nhiều tiền dành cho đầu tư, nên họ không thể không đa dạng hóa. Sự tăng trưởng thần kỳ của Berkshire đã buộc Buffett phải tiến hành một thay đổi chiến lược mạnh mẽ. Những hạng mục đầu tư hiện nay của Berkshire rõ ràng đang phát đi những tín hiệu cho thấy có sự chuyển đổi trong chiến lược từ tập trung hóa sang đa dạng hóa. Tuy phương pháp tiếp cận này giúp Berkshire trở thành một công ty ít rủi ro hơn, nhưng nó cũng có thể làm giảm những khoản thu nhập trong tương lai. Thật ra, bản thân Buffett đã cảnh báo rằng Berkshire sẽ không thể tạo ra mức thu nhập trong tương lai như nó đã làm được trong quá khứ. Đơn giản chỉ vì Berkshire đã trở nên quá lớn để có thể làm được điều đó.

VẤN ĐỀ NẰM Ở BIÊN ĐỘ

Nếu Buffett không phản đối sự đa dạng hóa như uy tín trước giờ của ông buộc chúng ta tin như vậy, thì tại sao ông lại chờ quá lâu như thế để đa dạng hóa tài sản của Berkshire? Như chúng ta đã thấy, một câu trả lời có thể là lúc trước ông không cần phải làm vậy. Khi Berkshire còn là một công ty nhỏ, việc tập trung hóa các hạng mục đầu tư của nó rất dễ dàng. Giờ đây công ty đã trở nên quá lớn nên việc tập trung hóa trở nên khó khăn hơn.

Nhưng còn có nhiều khía cạnh khác của câu chuyện ngoài điểm này. Bạn hãy nhớ lại lý do tại sao các chuyên gia cho rằng đa dạng hóa là điều nên làm: vì đa dạng hóa giúp giảm rủi ro. Bạn càng đưa nhiều cổ phiếu vào một danh mục đầu tư thì rủi ro càng được giảm thiểu. Thực tế đó đã nêu lên một câu hỏi quan trọng: một nhà đầu tư cần thực sự sở hữu bao nhiêu loại cổ phiếu?

Từ lâu Buffett đã nhận ra rằng mức độ giảm thiểu rủi ro lớn nhất đạt được khi số lượng cổ phiếu trong một danh mục không lớn lắm. Nếu bạn chỉ sở hữu một loại cổ phiếu, bạn có thể giảm rủi ro rất lớn bằng cách chỉ cần bổ sung thêm một loại cổ phiếu khác vào danh mục của mình. Nhưng nếu đã sở hữu hàng chục cổ phiếu, thì việc mua thêm một loại cổ phiếu khác hầu như chẳng giảm mức độ rủi ro thêm chút nào. Suy đi xét lại, thậm chí bạn còn có thể nhận thấy mức độ giảm rủi ro biên tế (marginal reduction in risk) có thêm từ việc bổ sung một loại cổ phiếu khác vào danh mục đầu tư của bạn thường không đáng so với những rắc rối và chi phí phải bỏ ra để theo dõi thêm một công ty nữa. Ngay cả các nhà quản lý quỹ tương hỗ cũng nhận thấy chi phí sẽ tăng lên khi họ tăng thêm cổ phiếu vào danh mục quản lý của quỹ mình. Đây là một trong những khái niệm lý

thuyết phức tạp khác mà Buffett chỉ hiểu được bằng trực giác của mình.

Do mức độ giảm rủi ro biên tế sẽ giảm đi khi bạn bổ sung cổ phiếu vào danh mục đầu tư. Bạn cũng có thể suy ngẫm một cách hợp lý khi nào là đủ. Dù chẳng có một con số kỳ diệu nào cả, nhưng xét kỹ thì rõ ràng việc bổ sung nhiều loại cổ phiếu vào danh mục chỉ mang lại ý nghĩa rất ít. Tuy nhiên, trong cộng đồng nghiên cứu vẫn còn nhiều sự bất đồng về số lượng bao nhiêu loại cổ phiếu là đủ. Những người cực đoan theo lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại cho rằng danh mục của một nhà đầu tư nên bao gồm tất cả các cổ phiếu. Họ muốn nhìn thấy càng nhiều càng tốt. Những người trung lập thì cảm thấy chẳng có vấn đề gì khi sống chung với một con số hữu hạn. Một số người thì cho rằng nên sở hữu 100 loại cổ phiếu, một số khác chỉ cần 50 loại. Thậm chí, một số người tin rằng chỉ cần khoảng 20 loại là đủ.

Warren Buffett nghĩ gì về điều này? Ở phần đầu chương, chúng ta đã biết rằng Buffett tin tưởng việc sở hữu khoảng 6 loại cổ phiếu là đủ cho những người biết rõ mình đang làm gì. May mắn là chúng ta có thể kiểm tra danh mục của Berkshire Hathaway để xem thử Buffett có làm những gì mà ông rao giảng hay không. Xét cho cùng thì Berkshire thực sự là một công ty mẹ. Nó rất giống với một quỹ tương hỗ hoặc một công ty đầu tư. Berkshire là một công ty sở hữu những công ty khác. Một số công ty được nó sở hữu toàn phần. Ở một số công ty khác, nó nắm giữ vốn với tỷ lệ rất lớn. Berkshire là một công ty thu mua công ty khác rất tích cực, vì thế số lượng các công ty mà nó sở hữu không ngừng tăng lên. Theo trang web của Berkshire và hồ sơ đăng ký tại Ủy ban Chứng khoán Hoa Kỳ, chúng

ta có thể đếm được Berkshire sở hữu khoảng 70 công ty con và có phần hùn đa số trong khoảng 40 công ty đại chúng khác. Bảng 1.1 và 1.2 liệt kê một số công ty nổi tiếng mà Berkshire nắm sở hữu(7).

Bảng 1.1: Một số công ty con nổi tiếng của Berkshire

GEICO
General Re
National Indemnity
Benjamin Moore & Co
Borsheim's Fine Jewelry
Clayton Homes
Fruit of the Loom
Johns-Manville
Jordan's Furniture
Nebraska Furniture Mart
NetJets
See's Candies
Shaw Industries
Wesco Financial Corp.
Intl. Dairy Queen

Do các công ty con được sở hữu toàn phần nên rất khó xác định giá trị chính xác của chúng. Tuy nhiên, chúng ta dễ dàng xác định giá trị thị trường của tất cả những công ty đại chúng. Ví dụ, Berkshire sở hữu 200 triệu cổ phiếu Coca-Cola vào cuối năm 2006 có giá trị khoảng 9,7 tỷ USD. Ở thái cực kia, vị thế của Berkshire trong Pier 1 Imports (không được liệt kê trong bảng trên) chỉ có giá trị khoảng 8,8 triệu USD.

(7) Lấy từ trang web của Berkshire Hathaway và bản lưu mẫu đơn 13F ở Ủy ban Chứng khoán.

Bảng 1.2: Giá trị thị trường của mười mã cổ phiếu đại chúng hàng đầu của Berkshire (Tháng 12/2006)

Công ty	Giá thị trường (triệu USD)
Coca-Cola	9.650
American Express	9.198
Wells Fargo	7.758
Procter & Gamble	6.427
Moody's Corp.	3.315
PetroChina	3.313
Tesco	1.820
Anheuser-Busch	1.792
Johnson & Johnson	1.409
ConocoPhillips	1.291

Xét tất cả những công ty con được Berkshire sở hữu toàn phần và những công ty đại chúng có phần hùn của Berkshire, liệu có công bằng không khi nói rằng Buffett giờ đây đã tin rằng việc sở hữu nhiều loại cổ phiếu cũng rất có ý nghĩa? Xét cho cùng thì danh mục đầu tư của Berkshire khá đa dạng. Dĩ nhiên, ngày nay nó đã được đa dạng hóa hơn so với một vài năm gần đây. Có lẽ, cuối cùng Buffett phải thừa nhận rằng việc đa dạng hóa rộng rãi không chỉ tốt cho các nhà đầu tư, mà nó cũng tốt cho cả Berkshire nữa.

Tuy nhiên, đó sẽ là một kết luận sai lầm, bởi theo những người cực đoan của lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại, danh mục của Berkshire vẫn còn mang tính tập trung rất lớn. Họ không chỉ nói

Berkshire không có đủ số mã cổ phiếu cần thiết, mà còn chỉ ra các hạng mục đầu tư của nó bị mất cân đối nghiêm trọng khi xét đến giá trị. Thật ra, phần lớn danh mục của Berkshire được đầu tư vào một số ít công ty, và một khoản tiền tương đối nhỏ được đầu tư vào tất cả những công ty khác. Ví dụ, kể từ tháng 12/2006, danh mục cổ phiếu mà Berkshire nắm giữ có tổng giá trị thị trường khoảng 61,5 tỷ USD. Nhưng hơn một nửa số đó, khoảng 33 tỷ USD, được đầu tư vào 4 công ty mà thôi: Coca-Cola, American Express, Wells Fargo và Procter & Gamble. Khoảng 28 tỷ USD còn lại được đầu tư vào ít nhất 36 công ty khác.

Tuy nhiên, không thể chối cãi rằng danh mục cổ phiếu Berkshire nắm giữ ngày nay được đa dạng hóa hơn nhiều so với bất cứ thời điểm nào trong lịch sử của nó. Trở lại những ngày đầu của Berkshire, nó được đầu tư gần như toàn bộ vốn vào ngành dệt và bảo hiểm. Ngay cả gần đây như năm 1998, khi công ty đã trở thành một hiện tượng chấn động với giá trị vốn hóa thị trường lên đến 100 tỷ USD, các cổ phiếu được nắm giữ cũng ít được đa dạng hóa như mức độ hiện nay. Năm 1998, Berkshire có một số lượng các công ty con thuận lợi, nhưng nó đã tiết lộ vị thế nắm giữ vốn trong 8 công ty đại chúng: American Express, Coca-Cola, Gillette, M&T Bank Corp., PS Group Holdings, SunTrust Banks, the Washington Post Company và Wesco Financial Corp.

Ngay cả những người trung lập trong giới học thuật và các cộng đồng đầu tư chuyên nghiệp cũng tán đồng rằng 8 công ty là quá ít để được gọi đa dạng hóa phù hợp. Họ cũng chỉ ra một số công ty trong nhóm 8 công ty này hoạt động trong những ngành giống nhau, nghĩa là làm giảm thêm mức độ đa dạng hóa của Berkshire. Họ tranh luận

rằng Buffett đang để các cổ đông tiếp xúc với nguy cơ quá cao. Tuy nhiên, cần lưu ý là giới học thuật thường tập trung vào rủi ro tổng quát. Còn Buffett tập trung vào rủi ro mất lợi thế. Giới học thuật sẽ đáp lại bằng cách nói rằng đa dạng hóa sẽ mang lại sự bảo vệ tốt cho những rủi ro mất lợi thế và sẽ ngăn ngừa phá sản. Tuy nhiên, họ lại quên rằng đa dạng hóa cũng ngăn bạn trở nên cực kỳ giàu có.

Nếu nhìn vào danh sách 400 người Mỹ giàu nhất do tạp chí *Forbes* bình chọn hàng năm, bạn cũng không tìm thấy nhiều người làm giàu bằng cách nắm giữ danh mục đầu tư được đa dạng hóa rộng rãi. Top-10 trong danh sách năm 2007 được liệt kê trong bảng 1.3 dưới đây.

Bảng 1.3: Những người giàu nhất nước Mỹ năm 2007 từ danh sách Forbes

Tên	Tài sản ước tính (USD)	Công ty chính
Bill Gates	59 tỷ	Microsoft
Warren Buffett	52 tỷ	Berkshire Hathaway
Sheldon Adelson	28 tỷ	Las Vegas Sands
Larry Ellison	26 tỷ	Oracle
Sergey Brin	18,5 tỷ	Google
Larry Page	18,5 tỷ	Google
Kirk Kerkorian	18 tỷ	MGM Mirage
Michael Dell	17,2 tỷ	Dell
Charles Koch	17 tỷ	Koch Industries
David Koch	17 tỷ	Koch Industries

Bill Gates và Larry Ellison đã tạo dựng được gia sản khổng lồ trong ngành phần mềm bằng việc lập nên Microsoft và Oracle.

Sheldon Adelson và Kirk Kerkorian có được phần lớn tài sản từ ngành trò chơi và giải trí. Larry Page và Sergey Brin là hai người đồng sáng lập của Google. Tiền của Michael Dell được tạo ra từ công ty máy tính mang tên mình. Anh em nhà Koch được thừa hưởng gia sản từ cha họ, người sáng lập ra Tập đoàn Koch Industries.

Cũng như đa số những người cực kỳ giàu có khác, tài sản của Buffett chủ yếu gắn liền với một công ty: Berkshire Hathaway. Nhưng Berkshire không hề giống hầu hết các công ty khác. Berkshire thực sự là một công ty đầu tư. Khi bạn mua một cổ phiếu phổ thông của Berkshire, bạn đang thực sự mua quyền lợi ở tất cả những công ty mà Berkshire sở hữu. Tuy phần đầu tư của Buffett vào Berkshire quả thực có thể được xem là có tính tập trung hơn những gì mà lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại đề cập, nhưng nó mang tính đa dạng hóa cao hơn các tài sản được đại đa số các tỷ phú Mỹ nắm giữ.

Nhưng sự đa dạng hóa không phải là điều giúp Buffett giàu có. Tài sản của ông là kết quả của việc tập trung hóa trong một số ít các công ty. Cuối năm 2006, giá trị vốn hóa thị trường của Berkshire ở mức 170 tỷ USD. Đối với một công ty đầu tư có quy mô lớn đến như vậy thì ngay cả một danh mục đầu tư gồm khoảng 100 mã cổ phiếu vẫn có thể xem là quá tập trung – đặc biệt khi phần lớn tiền được đầu tư vào một vài công ty hoặc cổ phiếu. Như chúng ta đã thấy, Berkshire có những khoản đầu tư khổng lồ vào một số ít các công ty, và những khoản đầu tư khá nhỏ trong các công ty còn lại. Nó đặc biệt tham gia sâu trong ngành bảo hiểm. Thực tế, các doanh nghiệp bảo hiểm của Berkshire mang về khoảng 1/4 doanh thu và 1/2 lợi nhuận trong năm 2006. Có rất nhiều quỹ đầu tư tương hỗ với quy mô chỉ bằng một phần nhỏ bé của Berkshire nhưng nắm giữ đến hơn

100 loại cổ phiếu. Nhưng rất ít, nếu có, công ty nào có thể tự hào với mức thu nhập giống như Berkshire đã tạo ra trong một thời gian dài.

Hơn nữa, có thể lập luận rằng chiến lược tập trung hóa chọn lọc của Buffett thực sự cho phép ông kiểm soát rủi ro. Khi Buffett mua một loại cổ phiếu (thông qua Berkshire), ông không mua chỉ vài trăm cổ phiếu như hầu hết chúng ta vẫn làm. Ông thường tiến hành một khoản đầu tư đủ lớn để ngay lập tức xuất hiện bản tin của công ty. Những khoản đầu tư của ông lớn đủ để mang lại cho ông khả năng gây ảnh hưởng đến các quyết định quản trị. Ví dụ, Berkshire sở hữu hơn 15% trong tổng số cổ phiếu đang lưu hành của Coca-Cola. Thực tế, Buffett đã ngồi trong Hội đồng Quản trị của Coca-Cola khoảng 17 năm. Giờ đây dù ông không còn là thành viên của hội đồng quản trị, nhưng bạn có thể tin rằng ban quản trị sẽ không phớt lờ những lời khuyên của ông, nếu ông cảm thấy cần phải lên tiếng. Bạn cũng có thể tin rằng Giám đốc điều hành Neville Isdell sẽ phải gọi lại cho Buffett càng sớm càng tốt sau khi ông ấy nhận được lời nhắn.

Tuy nhiên, nếu chiến lược tập trung hóa có tác dụng tốt cho Warren Buffett thì chưa chắc nó cũng sẽ tốt cho bạn. Ngay cả khi bạn có vài triệu đô-la để đầu tư và bạn quyết định đầu tư tất cả vào một công ty đại chúng đang được giao dịch công khai, nhiều cơ hội là khoản tiền đó vẫn không đủ để bạn được công ty chú ý. Buffett sẽ khuyên rằng bạn nên đa dạng hóa số cổ phiếu nắm giữ của mình. Tuy nhiên, nếu bạn quyết tâm theo đuổi chiến lược tập trung hóa, bạn có thể phải xem xét một lộ trình hoàn toàn khác biệt, chẳng hạn như dùng tiền để khởi nghiệp. Lý do là chiến lược tập trung hóa có thể giúp kiểm soát rủi ro chỉ khi nào bạn có quyền định hình kế hoạch kinh doanh của công ty và có sức ảnh hưởng đến các quyết

định quản trị. Buffett tin rằng nếu bạn không đầu tư đủ tiền để có tiếng nói của mình trong cách công ty triển khai nguồn vốn, thì việc đa dạng hóa danh mục đầu tư sẽ hỗ trợ bạn nhiều hơn.

CHỈ MUA NHỮNG CỔ PHIẾU TỐT

Chúng ta hãy trở lại lập luận thứ hai mà chúng ta đã nêu ở phần trước. Đó là chống lại ý tưởng đa dạng hóa quá mức. Nếu một danh mục đầu tư được đa dạng hóa phù hợp bao gồm tất cả các mã cổ phiếu, thì chắc chắn nó sẽ bao gồm cả cổ phiếu tốt lẫn cổ phiếu xấu. Chẳng phải tốt hơn khi bạn chỉ mua và nắm giữ những cổ phiếu tốt hơn mà thôi? Rõ ràng câu trả lời là có. Tuy nhiên, vấn đề nằm ở chỗ khả năng nhận diện đâu là cổ phiếu tốt. Trong khi những người mới tham gia thị trường nói với bạn rằng cổ phiếu tốt là những cổ phiếu tăng giá, thì điều khó thực hiện là phải tìm ra được những cổ phiếu tốt trước khi chúng tăng giá. Đây chính là nơi mà những kỹ năng phân tích siêu việt có đất dụng võ, và đó chính là lĩnh vực mà Buffett vượt trội hơn tất cả.

Không thể nào viết một quyển sách về Warren Buffett mà không nhắc đến Benjamin Graham. Graham là tác giả chính của quyển *Phân tích Chứng khoán*[8] (1934) và *Nhà đầu tư thông minh*[9] (1949). Ông là giáo sư của Buffett ở Đại học Columbia. Về sau, ông đã thuê Buffett vào làm việc tại công ty đầu tư của mình. Graham đã dạy cho Buffett những giá trị và khiếm khuyết của đa dạng hóa. Graham đã dạy Buffett phân tích kỹ thuật và lựa chọn cổ phiếu. Graham đã dạy Buffett ưu tiên cho những công ty lớn, bị định giá thấp hơn giá trị thực, hoạt động tài chính thận trọng, với lịch sử thanh toán cổ tức đều đặn.

(8) Security Analysis.
(9) The Intelligent Investor.

Philip Fisher là một thiên tài về đầu tư khác có ảnh hưởng đến tư duy của Buffett. Fisher giảng dạy ở trường kinh doanh Stanford. Ông là tác giả quyển *Cổ phiếu Phổ thông và Lợi nhuận Phi thường*[(10)] (1958). Ông trở nên giàu có khi mua cổ phiếu của Motorola năm 1955 và nắm giữ chúng cho đến khi ông qua đời năm 2004. Fisher đã dạy cho Buffett tất cả những gì cần biết về một doanh nghiệp, bao gồm nhà cung cấp, đối thủ cạnh tranh và khách hàng. Fisher còn dạy Buffett duy trì danh mục đầu tư một cách tập trung và chỉ mua những doanh nghiệp mà ông hiểu rõ.

Nhờ những người dẫn dắt như Graham và Fisher, Buffett đã trở thành một người lựa chọn cổ phiếu xuất chúng. Nhưng những người cực đoan của lý thuyết quản lý danh mục đầu tư hiện đại cho rằng lựa chọn cổ phiếu chỉ là sự lãng phí thời gian. Để làm bằng chứng, họ đã chỉ ra vô số cuộc nghiên cứu đi đến kết luận rằng hầu hết các nhà quản lý tiền chuyên nghiệp không thể duy trì sự xuất sắc hơn những chỉ số như S&P 500 trong một khoảng thời gian dài.

Họ cũng viện dẫn những nghiên cứu dẫn đến kết luận rằng việc phân bổ tài sản còn quan trọng hơn cả việc lựa chọn cổ phiếu. Như chúng ta đã biết ở phần đầu, phân bổ tài sản là quá trình quyết định một nhà đầu tư nên tiếp cận từng lớp tài sản khác nhau ở mức độ ra sao. Phân bổ tài sản sẽ hoạt động song song với đa dạng hóa. Phân bổ tài sản đơn giản là sự đa dạng hóa trên các lớp tài sản thay vì đa dạng hóa trong từng lớp tài sản.

Một mô hình phân bổ tài sản đơn giản có thể chỉ xem xét ba lớp tài sản: cổ phiếu, trái phiếu và tiền mặt. Những mô hình phức tạp hơn sẽ thêm vào những lớp tài sản khác như bất động sản, hàng hóa, tiền tệ, kim loại quý và những vật liệu thay thế. Còn có các lớp tài sản

(10) Common Stocks and Uncommon Profits.

con để chọn tiếp. Ví dụ, bao nhiêu tiền dành cho cổ phiếu nên dùng để mua cổ phiếu nội địa? Bao nhiêu tiền nên dành cho cổ phiếu nước ngoài? Thị trường nước ngoài nào nên được bổ sung vào danh mục đầu tư? Bao nhiêu tiền sẽ được dành cho những công ty có giá trị vốn hóa lớn, nhỏ và trung bình? Còn trái phiếu thì sao? Bao nhiêu tiền nên đầu tư vào trái phiếu chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp, trái phiếu địa phương và trái phiếu nước ngoài?

Bạn có thể thấy rằng việc phân bổ tài sản đòi hỏi phải ra những quyết định về tỷ lệ một danh mục thuộc từng lớp tài sản. Hơn nữa, tỷ lệ đúng cho nhà đầu tư này có thể không đúng cho nhà đầu tư khác. Một chuyên gia tư vấn đầu tư chuyên nghiệp cần phải xem xét những mục tiêu và ràng buộc của mỗi nhà đầu tư riêng biệt. Chúng có thể bao gồm những yếu tố như thuế hay khả năng có thể (hoặc không thể) chịu được rủi ro.

Ngoài ra, cần phải có những quyết định về việc tái cân bằng danh mục đầu tư. Ví dụ, giả sử bạn quyết định dành 60% danh mục để phân bổ cho cổ phiếu và 40% cho trái phiếu, nếu giá cổ phiếu gia tăng mạnh trong khi giá trái phiếu sụt giảm, bạn có thể nhận ra ngay rằng tỷ lệ này sẽ thay đổi thành 70% cổ phiếu và chỉ còn 30% trái phiếu. Bạn có nên tái lập cân bằng danh mục của mình để đạt được tỷ lệ 60%-40% ban đầu hay không? Nếu có thì bạn có nên tái lập sự cân bằng thường xuyên trong danh mục không? Hãy nhớ rằng nếu bạn tái lập cân bằng thường xuyên thì chi phí giao dịch sẽ tăng cao. Nếu bạn thỉnh thoảng mới tái lập cân bằng, thì sự phân bổ danh mục của bạn có thể lệch khỏi mục tiêu bạn đã đặt ra.

Đây là những câu hỏi mà các nhà tư vấn đầu tư thường đặt ra. Nhiều chuyên gia tin rằng khi nói đến việc xây dựng danh mục đầu

tư, vấn đề phân bổ tài sản còn quan trọng hơn nhiều so với việc lựa chọn cổ phiếu. Một trong những nghiên cứu đầu tiên được trích dẫn rộng rãi nhất từng được Gary Brinson, Randolph Hood và Gilbert Beebower tiến hành(11). Họ đã tìm hiểu các quỹ lương hưu và kết luận rằng hơn 90% sự biến động trong thu nhập hàng quý theo thời gian được lý giải bằng việc phân bổ tài sản. Không đến 10% là do việc xác định thời điểm của thị trường hoặc lựa chọn cổ phiếu.

Dựa vào kết quả từ những nghiên cứu như thế này, ai cũng có thể kết luận rằng nếu nhà đầu tư thực sự muốn tự giúp mình, họ có thể làm tốt bằng cách suy nghĩ nghiêm túc hơn về việc phân bổ bao nhiêu tiền để đầu tư vào từng lớp tài sản và ít lo lắng hơn về việc lựa chọn những cổ phiếu cụ thể để mua vào. Đa phần các nhà đầu tư thường dành rất ít thời gian cho việc phân bổ tài sản. Họ sẽ có lợi nhiều hơn bằng cách suy nghĩ kỹ hơn về tỷ lệ tiền phân bổ cho cổ phiếu, trái phiếu, bất động sản, tiền mặt và các lớp tài sản khác.

Jack Bogle, sáng lập viên của Vanguard, cũng đồng ý việc phân bổ tài sản có ý nghĩa quan trọng hơn việc lựa chọn cổ phiếu. Nhưng ông chỉ ra rằng việc phân bổ tài sản không phải là một hoạt động cực kỳ khó khăn hoặc tốn nhiều thời gian. Thực ra, các quyết định phân bổ tài sản khá đơn giản đối với những nhà đầu tư dài hạn như Warren Buffett, người không quan tâm đến sự biến động trong thời gian ngắn, chẳng hạn theo từng quý.

"Dài hạn" chính xác là gì? Một số nhà đầu tư nghĩ đến dài hạn là hai hoặc ba năm. Với những người khác, dài hạn có nghĩa là 5 hoặc 10 năm. Khi Buffett nói về dài hạn, ông thường ám chỉ đó là vài thập kỷ, chứ không phải vài năm. Nếu ông quyết định đầu tư hôm nay, ông thường không lo lắng quá nhiều về những gì sẽ xảy ra trong năm

(11) Gary Brinson, Randolph Hood và Gilbert Beebower, trích bài báo "Các yếu tố quyết định hiệu quả danh mục đầu tư" của tờ Financial Analysis Journal, tháng 7/8, 1986.

tới. Thay vào đó, Buffett tập trung vào giá trị mà khoản đầu tư đó có thể đạt được sau 20 hoặc thậm chí 30 năm. Ông khuyên các nhà đầu tư nên mua cổ phiếu như thể thị trường chứng khoán sẽ đóng cửa trong 10 năm tới. Điều này thể hiện rõ thái độ và khung thời gian của ông. Buffett thậm chí còn nói rằng "mãi mãi" là khoảng thời gian thích hợp để nắm giữ một cổ phiếu nào đó.

Mặc dù Buffett không tham gia hoạt động tái lập cân bằng danh mục quá thường xuyên, nhưng điều đó không có nghĩa là ông luôn bị dính chặt vào sự bảo thủ của mình. Dĩ nhiên ông có thừa thông minh để biết rằng ngoan cố hiếm khi mang lại kết quả tốt. Người ta biết ông có thể thay đổi suy nghĩ và quyết định bán sớm một cổ phiếu nào đó. Thực ra, có nhiều khoản đầu tư mà Buffett giao dịch trong thời gian chưa đầy 5 năm(12). Nhưng sự thực vẫn như cũ: Buffett hiếm khi tham gia một cơ hội đầu tư và nghĩ đến chiến lược thoát ra ngắn hạn. Ông nhấn mạnh điều này trong thư gởi cổ đông năm 2005: "Không giống như nhiều tổ chức mua lại doanh nghiệp khác, Berkshire không có 'chiến lược thoái lui'(13). Chúng tôi mua để nắm giữ".

Theo quyển sách kinh điển *Đầu tư cổ phiếu dài hạn (Stocks for the Long Run)* của Jeremy Siegel, trọng tâm lâu dài của Buffett có rất nhiều ý nghĩa. Siegel khám phá ra rằng từ 1871 đến 1992, tuyệt đối không có quãng thời gian 30 năm nào (dù bạn chọn điểm khởi đầu là lúc nào đi chăng nữa) mà cổ phiếu không mang lại hiệu quả cao hơn trái phiếu. Thậm chí với khung thời gian chỉ 10 năm, cổ phiếu cũng có hiệu quả hơn trái phiếu trong hơn 80% thời gian đầu tư. Vì thế, cũng như Buffett, bạn cần đầu tư cho dài hạn, bạn không cần phải dành thời gian quá nhiều để suy nghĩ về việc phân bổ tài sản. Như Buffett, dĩ nhiên bạn nên nắm giữ một số tiền mặt và sở hữu

---

(12) James Altucher, *Trade Like Warren Buffett* (Hoboken, N.J.: John Wiley & Sons, Inc., 2005).
(13) Exit strategy.

một số trái phiếu, nhưng nếu bạn thực sự là nhà đầu tư dài hạn, bạn nên có một danh mục gồm những cổ phiếu tốt để nắm giữ lâu dài. Trên thực tế, Buffett có lẽ đồng ý rằng ít nhất 80% lượng tiền nên được phân bổ cho cổ phiếu khi bạn là nhà đầu tư dài hạn.

Tất nhiên, nếu bạn biết bạn sẽ cần những khoản tiền lớn trong thời gian từ 3 đến 5 năm để trả học phí đại học hoặc mua nhà mới, bạn phải tính toán cả những việc này. Bạn cũng cần chuẩn bị sẵn tiền mặt để thanh toán các chi phí hoặc phòng trường hợp khẩn cấp không lường trước được, hoặc để tận dụng những cơ hội đầy hứa hẹn có thể xuất hiện bất ngờ. Giả sử bạn có kế hoạch dự phòng như vậy – nhưng không đánh bạc may rủi – thì việc phân bổ phần lớn các khoản đầu tư dài hạn vào cổ phiếu sẽ có ý nghĩa rất lớn.

Cũng giống như Buffett, bạn chỉ muốn mua những cổ phiếu tốt. Tuy nhiên, hãy lưu ý rằng không ai – kể cả Buffett – có một lịch sử hoàn hảo. Như nhiều nhà đầu tư khác, Buffett cũng có những quyết định đầu tư thực sự tệ hại. Tám triệu cổ phiếu Pier 1 Imports, mua năm 2004, có vẻ là khoản đầu tư tệ hại nhất của ông trong thời gian gần đây. Cổ phiếu này rớt giá 70% ngay sau khi Buffett mua lần đầu tiên. Nhưng Buffett không tận dụng sự lao dốc của cổ phiếu này bằng cách mua thêm để giảm chi phí mua bình quân như ông thường làm khi một cổ phiếu được ông ưa thích bị rớt giá. Thay vào đó, ông đã chọn cách chấp nhận khoản lỗ và bắt đầu giảm lượng cổ phiếu nắm giữ của Pier 1 Imports. Mặc dù Buffett thích đầu tư dài hạn, nhưng có vẻ ông đã nhanh chóng đánh mất sự tin tưởng vào cổ phiếu này.

Điều quan trọng ở đây là mục tiêu của bạn không nên là kiếm được nhiều hay ít tiền trong mỗi quyết định đầu tư riêng. Giống Buffett, bạn nên nỗ lực tìm kiếm những khoản thu nhập tốt hơn thị

trường tính trên danh mục đầu tư toàn phần của bạn trong dài hạn. Bạn cần thường xuyên ra quyết định đúng hơn là sai. Bạn muốn kiếm đủ tiền từ những quyết định đúng hơn là phải bù trừ cho những khoản lỗ không thể tránh khỏi từ những quyết định tệ hại. Để làm được điều này, bạn cần phải biết đâu là điều tốt nhất – và không chỉ trong dài hạn. Bạn cũng cần biết điều gì hiệu quả nhất trong ngắn hạn. Chúng ta sẽ tìm hiểu thêm về đầu tư ngắn hạn và dài hạn trong những trang tiếp theo.

TÓM TẮT CHƯƠNG 1

- Đa dạng hóa (diversification) có lẽ là khái niệm quan trọng nhất trong quản lý danh mục đầu tư. Tất cả các tư vấn viên tài chính có năng lực và có trách nhiệm đều thúc giục khách hàng của mình đa dạng hóa danh mục đầu tư. Tuy nhiên, đa dạng hóa không nhất thiết phải là một chiến lược tất-cả-hoặc-không-có-gì. Tài sản cá nhân của Buffett chính là kết quả của sự tập trung hóa – không phải là đa dạng hóa. *Nếu bạn có trình độ và năng lực khá về đầu tư và phân tích tài chính doanh nghiệp, hoặc bạn có thể tiếp cận các nhà tư vấn có những kỹ năng này, bạn nên tránh việc đa dạng hóa quá mức. Nhưng nếu bạn thiếu thời gian hay chuyên môn để nghiên cứu các công ty một cách sâu sắc và nắm được tất cả các thông tin về họ, bạn nên đa dạng hóa rộng rãi. Buffett khuyên nhiều người thực hiện đa dạng hóa thông qua các quỹ đầu tư.*

- Từ những ngày đầu thành lập, Berkshire Hathaway là một công ty đầu tư vô cùng tập trung. Thậm chí vào cuối những năm 1990, nó có một vài công ty con và chỉ sở hữu một số loại cổ

phiếu mà thôi. Tuy nhiên, cuối cùng thì Berkshire đã sở hữu hàng tá cổ phiếu và trên dưới 70 công ty con. Mặc dù Berkshire ngày nay đã trở nên đa dạng hóa hơn bao giờ hết, nhưng sự đa dạng hóa của nó vẫn nằm dưới tiêu chuẩn của lý thuyết tài chính hiện đại. *Thậm chí nếu bạn bắt đầu làm giàu bằng phương pháp tiếp cận tập trung hóa, bạn cũng nên chú ý hơn cho sự đa dạng hóa khi tài sản của bạn tăng lên.*

- Mấu chốt của đa dạng hóa đầu tư là phải tìm ra những loại tài sản không tương quan với nhau. Một phương pháp tiếp cận đơn giản bằng suy luận hợp lý thông thường cũng có hiệu quả tương đương một phương pháp tiếp cận định lượng phức tạp – vốn đòi hỏi phải tính toán các hệ số tương quan. *Khi bổ sung cổ phiếu vào danh mục đầu tư của mình, bạn hãy tránh các cổ phiếu có thể bị ảnh hưởng bởi những rủi ro giống nhau. Một danh mục đầu tư được cấu trúc hợp lý chỉ cần một vài loại cổ phiếu là có thể giảm rủi ro lớn so với một danh mục đầu tư được cấu trúc kém và có rất nhiều mã cổ phiếu. Buffett cho rằng một danh mục gồm khoảng 6 mã cổ phiếu đủ được xem là đa dạng hóa.*

- Hầu hết các nhà đầu tư tích cực dành rất nhiều thời gian để cố gắng lựa chọn được cổ phiếu thành công. Tuy nhiên, nhiều bằng chứng cho thấy họ nên quan tâm hơn đối với vấn đề phân bổ tài sản thay vì lựa chọn cổ phiếu. Tuy nhiên, các nhà đầu tư dài hạn như Buffett nhận thấy rằng duy trì một tỷ lệ phân bổ tài sản hợp lý không nhất định là một việc quá khó. *Hãy dành đủ thời gian để suy nghĩ về tỷ lệ tiền nên phân bổ vào cổ phiếu và những lớp tài sản khác cũng như khi bạn dành thời gian để*

suy nghĩ nên mua những cổ phiếu cụ thể nào. Nhưng nếu bạn thực sự là một nhà đầu tư dài hạn, hãy đảm bảo rằng danh mục đầu tư của bạn có những "liều lượng" cổ phiếu khác nhau tốt nhất.

2

MỘT BUFFETT BỊ ĐỊNH GIÁ THẤP

Dù hai người, tôi muốn nói là cả Charlie Munger và tôi, cùng xem xét những dữ kiện giống nhau, nhưng hầu như chúng tôi không thể tránh khỏi việc xác định giá trị nội tại khác nhau.

- Warren Buffett, 2005

Khi các phóng viên CNBC phỏng vấn một nhà quản lý tiền mặt (money manager), hầu như lúc nào họ cũng gọi anh ta hoặc cô ta là một nhà quản lý giá trị (value manager) hoặc nhà quản lý tăng trưởng (growth manager). Họ tạo ra ấn tượng rằng giá trị và tăng trưởng là những triết lý đầu tư hoàn toàn đối lập nhau. Dù quản lý những tài khoản hoặc quỹ tương hỗ khác nhau, các nhà quản lý tiền mặt hầu như lúc nào cũng được phân loại thuộc nhóm này hoặc nhóm kia. Thực tế, toàn bộ các quỹ tương hỗ cũng được phân loại theo cách trên. Bản cáo bạch (prospectus) của một quỹ tương hỗ sẽ cho bạn biết liệu họ có phải là một quỹ giá trị nội địa với mức vốn hóa thị trường lớn, hay một quỹ tăng trưởng quốc tế có mức vốn hóa nhỏ, hoặc quỹ toàn cầu kết hợp giữa giá trị và tăng trưởng với mức vốn hóa trung bình, hay bất kỳ một khả năng kết hợp nào khác.

BUFFETT THÍCH CỔ PHIẾU GIÁ TRỊ, NHƯNG ÔNG CŨNG MUA CỔ PHIẾU TĂNG TRƯỞNG

Người ta tin rằng Warren Buffett là một nhà đầu tư giá trị. Tuy nhiên, ông có thực sự như vậy hay không còn tùy thuộc vào cách định nghĩa giá trị của bạn trên thực tế. Buffett có một lịch sử mua lại các công ty có vẻ vô cùng rẻ sau một thời gian nhìn lại. Đôi khi, ông theo đuổi những công ty liên tục rớt giá khá mạnh qua một thời gian dài. Chiến lược đầu tư của ông có vẻ nhất quán với khuynh hướng giá trị. Tuy nhiên, nhiều cổ phiếu mà Buffett đã mua trong nhiều năm thực sự đã thể hiện sự tăng trưởng mạnh mẽ.

Sự mơ hồ xuất hiện vì các thuật ngữ *giá trị* và *tăng trưởng* không phải lúc nào cũng được định nghĩa rõ ràng. Phương pháp luận truyền thống thường tập trung vào các chỉ số giá. Các chỉ số phổ biến nhất là chỉ số P/E (Price to Earning - hệ số giá trên thu nhập), P/CF (Price to Cash Flow - hệ số giá trên dòng tiền), P/B (Price to Book – hệ số giá trên giá trị sổ sách), P/S (Price to Sales – hệ số giá trên doanh thu). Những cổ phiếu có các chỉ số giá thấp được gọi là cổ phiếu giá trị. Những cổ phiếu có chỉ số giá cao được gọi là cổ phiếu tăng trưởng.

HÃY TÌM CÔNG TY WASHINGTON POST BẰNG GOOGLE

Để hiểu cách nghĩ của Buffett, chúng ta hãy xem xét kỹ hai mã cổ phiếu khá phổ biến. Google đã trở thành một trong những cổ phiếu nóng nhất trên thị trường ngay sau khi nó lên sàn chứng khoán vào tháng 8 năm 2004 với giá chào bán 85 USD một cổ phiếu. Cổ phiếu này tăng vọt 18% và đóng cửa ở mức trên 100 USD ngay trong ngày giao dịch đầu tiên. Ba năm sau khi được niêm yết, cổ phiếu

Google đã tăng giá hơn 6 lần. Bạn sẽ phải đào tung tất cả các thị trường mới có thể tìm được một vài cổ phiếu khác có tốc độ tăng trưởng đáng nể như vậy chỉ trong một khoảng thời gian ngắn. Nhưng, Warren Buffett chưa bao giờ sở hữu Google, dù chỉ một cổ phiếu!

Tuy nhiên, giữa những năm 1970, Buffett đã mua cổ phiếu công ty Washington Post thông qua Berkshire Hathaway. Cũng giống như Google, Washington Post là một công ty có hiệu quả kinh doanh xuất sắc. Thực tế đây là một trong những hạng mục đầu tư tốt nhất mà Buffett từng thực hiện – ít nhất dựa trên cơ sở tỷ suất thu nhập. Khoản đầu tư ban đầu của Berkshire vào Washington Post trị giá khoảng 11 triệu USD, đến cuối năm 2006 con số này đã trở thành 1,3 tỷ USD. Có nghĩa là, tỷ suất thu nhập lên đến 11.609%, chưa kể đến cổ tức!

Trong Hình 2.1 và 2.2, nếu bạn đặt biểu đồ biến động giá cổ phiếu của Google và Washington Post cạnh nhau, bạn sẽ thấy rằng chúng trông khá giống nhau, ngoại trừ một điểm khác biệt lớn giữa hai mã cổ phiếu này. Bạn hãy nhìn vào trục ngang. Mức tăng trưởng của Google được tạo ra trong một khoảng thời gian ngắn hơn nhiều, còn Washington Post phải mất một thập kỷ để hình thành được biểu đồ giá mà Google có thể tạo ra trong chỉ ba năm. Biểu đồ của Washington Post cũng cho thấy rằng cổ phiếu này không tốt lắm trong thời gian gần đây. Thực ra, nếu nhìn kỹ, bạn sẽ thấy rằng giá cổ phiếu Washington Post bắt đầu yếu đi trong khoảng thời gian Google được niêm yết. Đây không chỉ là một sự trùng hợp.



Hình 2.1: Biểu đồ giá cổ phiếu của Google *(nguồn: Telemet America)*



Hình 2.2: Biểu đồ giá cổ phiếu của Washington Post *(nguồn: Telemet America)*

Một số nhà đầu tư có thể không đồng tình với sự đánh giá này, nhưng xét rộng ra thì Google và Washington Post hoạt động trong cùng lĩnh vực kinh doanh. Suy cho cùng thì cả hai đều kiếm tiền từ việc bán quảng cáo. Tuy nhiên, có một số điểm khác biệt then chốt giữa hai công ty này.

Công ty Washington Post là một công ty truyền thông truyền thống. Nó xuất bản báo – nổi tiếng nhất là tờ *Washington Post,* tờ báo trên đó Buffett thường thể hiện những ý kiến của mình về các vấn đề then chốt trong ít nhất là bốn dịp quan trọng. Nó cũng xuất bản tạp chí *Newsweek* và sở hữu sáu đài truyền hình. Công ty con Cable One của nó cung cấp những dịch vụ cáp cơ bản và truyền hình kỹ thuật số cho gần một triệu thuê bao. Công ty này thậm chí còn đa dạng hóa hoạt động kinh doanh sang lĩnh vực giáo dục bằng cách mua lại Kaplan, một công ty chuyên biên soạn tài liệu luyện thi đại học và những kỳ thi cấp bằng chuyên nghiệp khác.

Còn Google là một công ty hoạt động trực tuyến. Đây là một công ty mới rất kỳ lạ, hoạt động dựa trên công nghệ mà những người sáng lập nó đã tạo ra để hỗ trợ người sử dụng tìm kiếm đủ loại thông tin trên Internet. Công nghệ của Google thể hiện những kết quả của việc tìm kiếm trên mạng chỉ trong thời gian chưa đến 1 giây. Google không phải là công cụ tìm kiếm duy nhất trên thế giới mạng. Nó có một số đối thủ cạnh tranh cũng nổi tiếng không kém, trong đó có Microsoft và Yahoo!. Nhưng Google nhanh chóng trở thành bộ máy tìm kiếm chủ đạo với thị phần lớn nhất cho đến nay. Google còn phân nhánh xâm nhập vào hoạt động phim ảnh trên mạng. Nó bắt đầu tạo ra công nghệ phim ảnh của riêng mình, cho phép người dùng đăng tải và chia sẻ phim của họ. Sau đó, Google mua lại công ty YouTube với giá 1,65 tỷ USD. Dù YouTube không có doanh thu,

nhưng cho đến nay nó vẫn là công ty dẫn đầu về không gian phim ảnh trên mạng. So với các công ty truyền thông truyền thống như Washington Post, Google được xem như đang hoạt động trong một lĩnh vực kinh doanh mới mẻ và thú vị. Các nhà phân tích mạng Internet cũng như các chuyên gia công nghệ đều tuyên bố rằng Google đã làm một cuộc cách mạng đối với cách thức tiếp cận thông tin của con người.

Rõ ràng, Google và Washington Post có nhiều điểm tương đồng cũng như một số khác biệt. Như đã nêu ở phần trước, một điểm khác biệt then chốt nữa là Washington Post là một khoản đầu tư trụ cột trong danh mục của Berkshire, còn Google là một cổ phiếu mà Berkshire chưa bao giờ nắm giữ. Hơn nữa, nhiều khả năng là khi còn nằm dưới sự lãnh đạo của Buffett, Berkshire sẽ không bao giờ sở hữu Google. Tại sao không? Mời bạn nhìn vào Bảng 2.1 để nhìn thấy một số hệ số giá của hai công ty này.

Bảng 2.1: Hệ số giá của Washington Post và Google (Tháng 9/2007)

Hệ số giá	Washington Post	Google
P/E	25,4	48,2
P/CF	13,2	40,4
P/B	2,3	9,0
P/S	1,9	13,1

Cổ phiếu Google được giao dịch với giá 570 USD khi những số liệu này được biên soạn. Còn Washington Post đang bán 800 USD một cổ phiếu. Dựa vào giá cổ phiếu, Washington Post dường như đắt hơn Google, nhưng Buffett sẽ lập tức nhắc nhở chúng ta rằng

nếu chỉ xét riêng giá thì không thể xác định được cổ phiếu này đắt hay rẻ hơn cổ phiếu khác. Mặc dù cổ phiếu của Washington Post có thị giá cao hơn, nhưng thực ra nó là cổ phiếu rẻ hơn nhiều, bởi như trong Bảng 2.1, các hệ số giá của nó đều nhỏ hơn nhiều so với các hệ số của Google.

Các hệ số giá là những thước đo hết sức quan trọng trong phân tích tài chính bởi chúng đặt giá của các cổ phiếu khác nhau trên cùng một thước đo. Các hệ số cho chúng ta biết nhà đầu tư sẵn sàng trả bao nhiêu cho một loại cổ phiếu. Như Bảng 2.1, các nhà đầu tư sẵn sàng trả giá cao hơn cho Google so với Washington Post. Thực ra họ sẵn sàng trả cao hơn 48,2 lần thu nhập để mua cổ phiếu Google, nhưng chỉ trả cao hơn 25,4 lần đối với Washington Post. Họ sẵn sàng trả cao hơn 13,1 lần doanh thu cho Google, nhưng chỉ trả 1,9 lần cho Washington Post. Là một nhà thu mua sắc sảo, Buffett muốn trả càng ít tiền càng tốt cho bất cứ cơ hội đầu tư nào. Những cổ phiếu có hệ số giá thấp thường dễ dàng kích thích sự quan tâm của ông.

Tại sao các nhà đầu tư lại muốn trả tiền nhiều như thế cho một cổ phiếu của Google hơn một cổ phiếu của Washington Post? Buffett sẽ nói rằng câu trả lời liên quan đến sự tăng trưởng. Chính xác hơn, nó liên quan đến sự tăng trưởng được kỳ vọng. Vào thời điểm những số liệu này được biên soạn, cả hai công ty đều được kỳ vọng tăng trưởng doanh thu và thu nhập. Nhưng Google được kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn. Thực ra, các nhà phân tích dự báo thu nhập của Google có thể tăng trưởng hơn 30% một năm trong 5 năm tới, trong khi tốc độ tăng trưởng thu nhập kỳ vọng trong 5 năm tới của Washington Post chỉ là 8%.

Nhà đầu tư sẵn sàng trả nhiều tiền cho cổ phiếu Google hơn là

do họ sẵn sàng trả thêm tiền cho sự tăng trưởng kỳ vọng. Điều này không có gì sai. Đôi khi chính Buffett cũng thể hiện sự sẵn sàng trả thêm tiền để mua lấy sự tăng trưởng. Ông có thể thích mua những cổ phiếu có hệ số giá thấp, nhưng ông cũng xem xét mua những cổ phiếu có hệ số giá cao nếu ông tin rằng tốc độ tăng trưởng tương lai sẽ bù đắp cho mức giá cao phải trả thêm. Xét cho cùng thì một công ty có tốc độ tăng trưởng kỳ vọng cao sẽ có trị giá cao hơn một công ty tương tự nhưng có kỳ vọng tăng trưởng thấp hoặc không tăng trưởng. Tất nhiên, nhà đầu tư có thể tranh cãi một công ty tăng trưởng nhanh có giá trị tăng thêm bao nhiêu, nhưng chắc chắn nó có giá trị cao hơn một công ty có tốc độ tăng trưởng thấp.

Nếu bạn vẫn chưa thấy rõ điều này, hãy xem xét ví dụ cụ thể tiếp theo đây. Hai cổ phiếu A và B đều có thu nhập 2 USD một cổ phiếu. Cổ phiếu A là của một doanh nghiệp tăng trưởng chậm, không có gì thú vị. Thu nhập của nó được kỳ vọng tăng 5% một năm. Vì thế, trong 5 năm, thu nhập của cổ phiếu A sẽ là 2,55 USD một cổ phiếu. Nhưng thu nhập của cổ phiếu B được kỳ vọng tăng 20% một năm. Trong 5 năm, thu nhập của cổ phiếu B là gần 5 USD một cổ phiếu. Nếu hai mã cổ phiếu này có sự rủi ro ngang nhau và bạn có thể mua lại trong ngày với giá giống nhau, bạn sẽ mua cổ phiếu nào?

Rõ ràng, bạn sẽ mua cổ phiếu B. Cổ phiếu B có giá trị hơn cổ phiếu A vì nó có tốc độ tăng trưởng kỳ vọng cao hơn. Bây giờ, chúng ta hãy đào sâu vấn đề thêm một chút. Bạn có sẵn sàng mua cổ phiếu B nếu nó được bán với giá cao hơn cổ phiếu A? Lúc này, câu trả lời của bạn phụ thuộc vào mức giá cao hơn là bao nhiêu? Nếu nó chỉ cao hơn một chút thì bạn vẫn thích cổ phiếu B hơn. Nhưng nếu nó cao hơn nhiều thì có lẽ cổ phiếu A là một khoản đầu tư hay hơn.

Vấn đề như Buffett nhìn thấy là những kỳ vọng dành cho những công ty có tốc độ tăng trưởng cao thường lọt ra khỏi tầm kiểm soát rất xa. Giá cổ phiếu của chúng đôi khi có thể trở nên quá đắt để bù đắp cho những lợi ích mà chúng có thể mang lại. Buffett biết rằng các nhà đầu tư có khuynh hướng ngoại suy những sự kiện diễn ra gần đây cho tương lai. Khi mọi việc diễn tiến tốt đẹp, họ muốn tin rằng quãng thời gian tốt sẽ tiếp tục lâu dài. Kết quả là họ thường phải trả quá nhiều tiền cho cổ phiếu muốn mua.

Tương tự, khi mọi việc diễn ra tồi tệ, nhiều nhà đầu tư đôi khi từ bỏ hy vọng. Họ không thể tưởng tượng rằng sự việc có thể diển tiến tốt đẹp hơn. Buffett rất thích tình huống này. Ông nhận ra rằng khi điều này xảy ra, giá cổ phiếu có thể sụt giảm mạnh so với mức hợp lý, nhưng đây chính là điều làm cho cổ phiếu đó trở thành một món hời. Một số khoản đầu tư thành công nhất của Berkshire được thực hiện khi các nhà đầu tư khác đã từ bỏ mọi hy vọng. Thậm chí Buffett còn nói rằng các nhà đầu tư dài hạn không nên cổ vũ cho giá cổ phiếu tăng lên. Thay vào đó, họ nên mong chúng giảm xuống để họ có thể mua nhiều cổ phiếu hơn ở những mức giá thấp hơn. Buffett nói rằng thời điểm duy nhất mà bạn muốn cổ phiếu tăng giá là khi bạn sẵn sàng bán chúng đi.

HAI MƯƠI BỐN GIỜ VÀ HAI NHÃN CẦU

Khi chương này đang được viết ra thì hoạt động kinh doanh đang bùng nổ ở Google. Doanh thu của họ vọt lên đến 10,6 tỷ USD trong năm 2006, nghĩa là tăng 73% so với 2005. Đây là tốc độ tăng trưởng mà nhiều nhà đầu tư sẵn sàng trả nhiều tiền để sở hữu cổ phiếu của Google. Tuy nhiên, Buffett biết rằng không có công ty có

mức vốn hóa lớn nào, kể cả Google, có khả năng liên tục tăng trưởng với tốc độ kỳ diệu như thế mãi mãi. Thực ra, tuy rất ấn tượng, nhưng mức tăng trưởng của Google cũng đang chậm lại. Mức tăng trưởng doanh thu năm 2005 là 93%, năm 2004 là 118%. Không ai có thể biết chính xác khi nào nó sẽ xảy ra, hoặc ở mức độ bao nhiêu, nhưng bạn có thể đánh cược rằng mọi sự tăng trưởng sẽ chậm lại cho đến khi nó đạt một ngưỡng ổn định nào đó. Xét cho cùng, nếu nó không chậm lại thì Google sẽ sở hữu mọi tài sản trên thế giới này!

Về phần Washington Post, doanh thu của họ chỉ đạt 3,8 tỷ USD năm 2006, tăng 10% so với năm trước. Tốc độ tăng trưởng kỳ vọng của họ thấp hơn nhiều so với Google, nhưng đó là tốc độ có thể duy trì trong thực tế qua nhiều năm. So với Google, kỳ vọng dành cho Washington Post ở mức hợp lý. Chúng không vượt khỏi tầm kiểm soát. Thực ra, những kỳ vọng hợp lý và tốc độ tăng trưởng thực tế như vậy là một phần của cơ hội đầu tư giúp cho Washinton Post thu hút được sự chú ý của Buffett. Dĩ nhiên, điều này không nhất thiết có nghĩa rằng Buffett sẵn sàng mua thêm cổ phiếu của công ty ở mức giá hiện tại. Trái lại, có lẽ ông không sẵn sàng mua thêm. Suy cho cùng thì công ty này, và toàn bộ ngành báo chí, đang gặp phải một số vấn đề thực sự khó khăn. Hơn nữa, Buffett có thói quen chỉ mua cổ phiếu khi chúng thật rẻ, chứ không phải khi chúng được định giá vừa phải. Tuy nhiên, ở mức định giá hiện tại, rõ ràng Buffett cảm thấy thoải mái hơn nhiều khi sở hữu Washington Post thay vì mua Google.

Không thể nghi ngờ rằng Google là một công ty vĩ đại với tương lai cực kỳ hứa hẹn. Nó đã thực sự làm chao đảo ngành truyền thông và đang gia tăng áp lực cho các công ty truyền thống như

Washington Post. Cả lượng lưu hành hàng ngày và Chủ Nhật của Washington Post đã bị sụt giảm gần 20% trong 10 năm qua. Chính Buffett đã phát biểu trong một cuộc phỏng vấn của CNBC tháng 12 năm 2006 rằng ngành báo chí đang ở bên kia sườn dốc, chủ yếu là do sức ảnh hưởng của mạng Internet. Buffett đã chỉ ra rằng độc giả chỉ có 24 giờ một ngày và hai mắt mà thôi.

Mặc dù sự căm ghét công nghệ của Buffett được truyền bá rộng rãi nhưng ông hẳn phải thừa nhận rằng Google là một công ty vĩ đại. Nhưng công ty vĩ đại không phải lúc nào cũng tạo ra cổ phiếu vĩ đại. Các nhà đầu tư thành công thừa nhận sự khác biệt này. Nếu bạn đầu tư dài hạn, bạn luôn có kết quả tốt đẹp hơn khi mua cổ phiếu của những công ty vĩ đại. Nhưng bạn luôn có thể phải nhận lấy những khoản thu nhập hết sức tầm thường, hoặc thậm chí thua lỗ, nếu bạn trả quá nhiều tiền. Buffett là bậc thầy trong việc mua lại những công ty vĩ đại với mức giá tốt nhất. Có lẽ một ngày nào đó, ông sẽ xem xét mua một số cổ phiếu của Google. Nhưng bạn đừng nín thở chờ đợi. Google trước hết phải rẻ đi rất nhiều trước khi nó trở thành mục tiêu trên màn hình quan sát của Buffett.

Cũng như việc cổ phiếu có thể được định giá cao khi mọi việc tiến triển tốt đẹp, Buffett biết khi nào sự việc đang xấu đi đối với một công ty mà nhiều nhà đầu tư nhanh chóng từ bỏ hy vọng. Ví dụ, người ta thường thấy giá của một cổ phiếu nào đó sụt giảm mạnh chỉ vì thu nhập trong một quý giảm vài xu so với ước tính được công bố. Nếu không áp dụng phép tư duy logic hiệu quả, nhiều nhà đầu tư chỉ giả định rằng thời gian xấu sẽ kéo dài mãi mãi. Họ thường phản ứng bồng bột bằng cách bán tháo cổ phiếu. Những người giao dịch chuyên nghiệp biết rằng loại phản ứng như thế này rất dễ xảy ra. Đó

là lý do tại sao họ cũng nhanh chóng bán tháo cổ phiếu. Thậm chí họ còn tiến xa hơn nữa bằng cách bán khống cổ phiếu. Tất cả những áp lực bán này có thể làm cho giá cổ phiếu rớt thê thảm.

Buffett nhận thấy rằng kiểu phản ứng trên đôi khi trở nên quá mức một cách hài hước. Tuy nhiên, đó là cơ hội để bạn có thể mua những cổ phiếu vĩ đại, và những khoản lợi nhuận khổng lồ sẽ vào tay những nhà đầu tư kiên nhẫn. Tất nhiên, bản thân sự lao dốc của giá cổ phiếu không đủ để lý giải cho hành động mua vào cổ phiếu đó. Nhiều công ty đã phá sản ngay sau khi giá cổ phiếu sụp đổ. Buffett sẽ không bao giờ mù quáng mua một cổ phiếu nào đó chỉ vì nó bất ngờ được bán với giá rẻ hơn nhiều. Nhưng giả sử hoạt động kinh doanh vẫn ổn định thì vấn đề giá cả sụt giảm cần được điều tra sâu hơn.

Chỉ vài năm ngắn ngủi sau khi Google niêm yết, các nhà đầu tư phải đưa ra giá chào mua cổ phiếu khá cao nên tổng giá trị vốn hóa thị trường của Google vọt lên đến 170 tỷ USD. Con số này làm cho Washington Post với giá trị vốn hóa thị trường 7,6 tỷ USD trở thành một chú bé tí hon. Trên thực tế, Google nhanh chóng trở thành một trong những công ty đại chúng lớn nhất được giao dịch công khai ở Mỹ. Giá trị vốn hóa thị trường của nó bất ngờ vượt qua nhiều "đại gia" có tiếng như Intel, Coca-Cola, Goldman Sachs và Merck. Google thậm chí còn tranh đua với chính Berkshire Hathaway. Với giá trị vốn hóa thị trường khoảng 181 tỷ USD, Berkshire vẫn còn là một trong số các công ty đại chúng có quy mô vốn lớn hơn Google.

Tuy nhiên, chúng ta có thể hoàn toàn sai lầm khi so sánh Google và Berkshire chỉ bằng giá trị vốn hóa thị trường. Xét cho cùng, giá trị vốn hóa thị trường chỉ bằng giá cổ phiếu nhân với số lượng cổ phiếu đang lưu hành. Như chúng ta đã biết từ phần trước

khi so sánh việc định giá Google và Washington Post, giá không có ý nghĩa gì nhiều trừ phi chúng được quy về một thước đo chung. Để có thể so sánh Google với Berkshire, chúng ta cần chuyển đổi giá cổ phiếu của cả hai công ty theo một cách nào đó có ý nghĩa.

Như đã nêu ở đầu chương, một cách phù hợp để so sánh hai cổ phiếu này là xem xét giá trị thị trường của chúng trong mối tương quan với giá trị sổ sách. Giá trị sổ sách là một con số kế toán. Nói một cách đơn giản, đó là sự khác biệt giữa tài sản hữu hình ròng và nợ. Nó cũng cho chúng ta biết các cổ đông đã đầu tư trực tiếp vào công ty với số tiền bao nhiêu cộng với số tiền mà công ty đã giữ lại qua các năm. Trên lý thuyết, giá trị sổ sách là khoản tiền còn lại nếu công ty bán đi tất cả tài sản của mình với mức mà chúng được định giá trong bảng cân đối kế toán, và thanh toán tất cả các khoản nợ của mình.

Buffett đã có một công trình vĩ đại khi phát triển giá trị sổ sách của Berkshire. Vào cuối năm 2006, nó đứng ở mức 108 tỷ USD. So sánh với con số này thì giá trị sổ sách của Google quả là tầm thường khi chỉ nằm ở mức 17 tỷ USD. Sử dụng những số liệu gần đây hơn, giá trị vốn hóa thị trường của Berkshire chỉ lớn hơn giá trị sổ sách của nó khoảng 1,6 lần. Trong khi đó, giá trị vốn hóa thị trường của Google lớn hơn giá trị sổ sách của nó tới 9 lần. Xem xét các công ty từ điểm chung như vậy, bạn có thể thấy rõ ràng cổ phiếu của Google đắt hơn nhiều so với Berkshire, dù mỗi cổ phiếu hạng A của Berkshire đang được bán với giá 117.000 USD mỗi cổ phiếu. Nhiều nhà đầu tư sẽ nhận thấy điều này có gì đó không bình thường. Suy cho cùng thì Berkshire có những nhà quản lý khôn ngoan và kinh nghiệm là Warren Buffett và Charlie Munger dẫn dắt. Nhưng các nhà đầu tư rõ ràng luôn sẵn sàng trả nhiều tiền hơn cho Google, một

công ty được thành lập bởi hai chuyên viên công nghệ bỏ học chỉ vài năm trước đó. Tại sao? Đơn giản vì các nhà đầu tư tin Google có thể phát triển hoạt động kinh doanh của mình với tốc độ nhanh hơn Berkshire.

So với Google, cả Berkshire lẫn Washington Post đều tỏ ra là những cổ phiếu được định giá hời. Như đã nói, Berkshire sở hữu cổ phiếu Washington Post trong hơn 30 năm nhưng không sở hữu một cổ phiếu nào của Google. Buffett có thể không sẵn sàng mua thêm cổ phiếu của Washington Post với mức giá gần đây, nhưng bạn có thể đoan chắc ông cũng sẽ không nhảy vào Google. Buffett biết rằng đơn giản chỉ vì sự kỳ vọng dành cho Google là quá lớn. Khi các nhà đầu tư lao vào mua những cổ phiếu như Google vì yêu thích công nghệ hoặc cảm thấy phấn khích với những kết quả tài chính được báo cáo gần đây thì giá cổ phiếu có thể tăng vọt. Trái lại, khi các nhà đầu tư né tránh một cổ phiếu nào đó vì họ nghĩ rằng lĩnh vực kinh doanh đó không thú vị, hoặc do công ty không đạt được mức thu nhập kỳ vọng, Buffett sẽ bắt đầu quan tâm đến nó. Trên thực tế, có nhiều công ty trong danh mục đầu tư của Berkshire trước đây từng lâm vào khó khăn và không được ưa chuộng, khi Buffett lần đầu tiên mua chúng. Thành công thực sự của Buffett bắt nguồn từ việc mua lại những công ty khi những người khác nghĩ rằng chúng chẳng có tiềm năng tăng trưởng gì cả.

TAY THIỆN XẠ VÀ BẬC TRƯỞNG BỐI

Những hình mẫu rập khuôn thường khiến người ta lầm lẫn, nhưng thật thú vị khi xem xét cách thức giới truyền thông phác họa chân dung các nhà đầu tư giá trị và các nhà đầu tư tăng trưởng. Nhà

đầu tư tăng trưởng thường được xem rất hung hăng. Họ được ví như những tay súng thiện xạ vùng Viễn Tây Hoa Kỳ ngày xưa – bách phát bách trúng. Họ mua và bán cổ phiếu rất nhanh mà không suy nghĩ gì nhiều về hành động của mình. Tất nhiên không phải lúc nào cũng vậy, nhưng đó là hình mẫu khá phổ biến.

Người ta tin rằng Warren Buffett là một nhà đầu tư giá trị, và các nhà đầu tư giá trị thường được phác họa như những người tài giỏi và hiểu biết. Người ta ví họ như những vị trưởng bối thông thái của các bộ tộc thời xưa. Họ không vội vã đánh giá sự việc. Họ không đưa ra những quyết định hấp tấp, cẩu thả. Thay vào đó, họ được ca ngợi về sự kiên nhẫn khác thường của mình. Họ dành rất nhiều thời gian để nghiên cứu một công ty trước khi đặt lệnh mua – ngay cả khi điều đó làm họ mất đi cơ hội mua giá thấp nhất. Suy cho cùng, các nhà đầu tư giá trị mua vì mục đích đầu tư dài hạn, và họ hoàn toàn không vội vã chia tay với tiền mặt của mình.

Nếu xem các nhà đầu tư như những người lái xe trên đường cao tốc. Khi có sự tắc nghẽn giao thông nặng, các "tài xế tăng trưởng" rất dễ cáu gắt. Họ lo lắng, chửi rủa. Huyết áp họ tăng lên. Họ không thể ngồi yên mà chẳng làm gì cả. Họ luôn bị thôi thúc phải hành động. Không may là đôi khi họ lại có những hành động dại dột. Ví dụ, họ có thể bất ngờ đổi làn xe. Họ có thể lách ra lách vào dòng xe vốn đã quá đông đúc. Thường thì họ không nhận thấy rằng họ đang làm tăng nguy cơ gây tai nạn nghiêm trọng. Cuối cùng, hành động của họ ảnh hưởng xấu đến chất lượng chiếc xe và làm cho bản thân họ, hành khách trên xe và những tài xế khác căng thẳng theo.

Trong tình huống tương tự, các "tài xế giá trị" biết rằng mình và nhiều người khác đang gặp khó khăn, nhưng họ phản ứng rất khác

biệt. Trước hết, họ giữ bình tĩnh. Họ đủ thông minh để biết rằng tức tối cũng chẳng mang lại lợi ích gì. Họ biết việc đổi làn xe cũng không giải quyết được gì. Nhưng điều đó không có nghĩa là họ không sẵn sàng xem xét các giải pháp thay thế. Thực ra, họ sẽ cảm thấy rất hạnh phúc nếu tìm được một con đường khác tốt hơn để đi đến đích. Có lẽ họ có sẵn bản đồ, hoặc tốt hơn nữa là hệ thống dẫn đường GPS có thể hướng dẫn họ sang một lộ trình khác bằng một con đường ít người đi. Trong khi nhiều người cố lao về một hướng thì họ có thể thoát ra bằng lối gần nhất ở một hướng khác. Kết quả là có thể họ phải chạy xa thêm vài dặm, nhưng họ đến đích với khoảng thời gian hợp lý và hầu như không căng thẳng gì. Nếu Buffett bị kẹt trong luồng giao thông, nhiều khả năng ông sẽ là một tài xế "giá trị".

Thực ra, do khuynh hướng đi ngược đám đông, các nhà đầu tư giá trị thường được gọi là "những kẻ đối nghịch". Họ thường mua những cổ phiếu mà các nhà đầu tư khác chỉ muốn bán nhanh, và bán đi những cổ phiếu mà người khác chỉ muốn mua thêm. Mặc dù Buffett không thích bán, nhưng ông cũng không đuổi theo những cổ phiếu mà mọi người khác đang theo đuổi. Ông tin rằng cổ phiếu càng ít thu hút sự chú ý thì nó càng được định giá hợp lý. Buffett thích chọn con đường ít người đi.

BUFFETT THÍCH NHẤT LÀ NHỮNG CỔ PHIẾU BỊ ĐỊNH GIÁ THẤP

Warren Buffett là một trong những người giàu nhất thế giới. Nhưng ông nổi danh là một người thích giá rẻ. Có lần ông được hỏi lý do tại sao ông lại mặc một bộ vest rẻ tiền như vậy. Ông trả lời với sự hài hước thường lệ của mình, rằng bộ vest của ông không hề rẻ tiền mặc dù chúng trông có vẻ rẻ tiền khi được khoác lên người ông.

Mặc dù ông có đủ tiền để mua bất cứ thứ gì ông muốn, nhưng Buffett thích sống một cuộc sống giản dị. Ông lái một chiếc xe khiêm tốn và sống trong căn nhà nhỏ bình dị mà ông đã mua từ vài chục năm trước. Nhưng "danh hiệu" người thích giá rẻ là không xứng đáng với ông. Buffett thích giá trị, tuyệt nhiên ông không thích giá rẻ. Là một người tiêu dùng thông minh và một nhà đầu tư khôn ngoan, ông biết rằng luôn có sự khác biệt lớn giữa giá cả và giá trị. Một thứ gì đó đắt tiền không có nghĩa rằng nó sẽ mang lại giá trị tốt. Trái lại, giá trị đôi khi có thể tìm thấy trong một vật có vẻ rẻ tiền. Khi sắm xe hơi riêng, Buffett tìm kiếm giá trị, tương tự, ông cũng tìm kiếm giá trị khi mua cổ phiếu bằng tiền của Berkshire.

Tất nhiên, điều này có rất nhiều ý nghĩa, nhưng không phải ai cũng hành xử theo cách này. Những người cư xử theo cách này thường rất khó bị lợi dụng. Họ thường tìm thấy những món rất hời. Khi bạn đi sắm một bộ quần áo mới, có phải bạn thích trả càng ít tiền càng tốt không? Nếu bạn biết một cửa hiệu đang bán bộ đồ tương tự với giá thấp hơn những cửa hiệu khác 100 USD, liệu bạn có sẵn sàng đi thêm một quãng đường để tiết kiệm được một ít tiền không? Điều này cũng đúng với cổ phiếu. Sẽ luôn là điều tốt nhất khi phải trả càng ít tiền càng tốt khi mua bất cứ tài sản gì. Cũng như Buffett không mua những bộ đồ rẻ tiền, ông sẽ không mua một cổ phiếu chỉ bởi vì nó có giá thấp. Ông hiểu rằng đôi khi trả thêm tiền để mua được một cổ phiếu có triển vọng tốt hơn sẽ có nhiều ý nghĩa hơn, thậm chí nếu khoản tiền trả thêm đó làm cho cổ phiếu có vẻ đắt hơn. Điều quan trọng là Buffett thích cổ phiếu giá trị hơn cổ phiếu tăng trưởng, nhưng điều mà ông thực sự tìm kiếm là những cổ phiếu bị định giá thấp.

Điều này trông như một sự khác biệt khá tinh tế và không mấy quan trọng, nhưng nó là điểm mấu chốt để hiểu được triết lý đầu tư của Buffett. Đừng bao giờ nhầm lẫn giữa một cổ phiếu giá trị và một cổ phiếu bị định giá thấp. Như đã giải thích ở đầu chương, *cổ phiếu giá trị* thường được định nghĩa là cổ phiếu có các hệ số giá thấp. Trái lại, một *cổ phiếu bị định giá thấp* là cổ phiếu được bán với giá thấp hơn giá trị thực của nó. Một cổ phiếu giá trị có thể bị định giá thấp, nhưng đôi khi nó cũng được định giá quá cao. Tương tự, một cổ phiếu tăng trưởng cũng có thể được định giá quá thấp hoặc quá cao. Cần lưu ý rằng một cổ phiếu rơi vào loại nào, giá trị hay tăng trưởng, không quan trọng. Điều thực sự quan trọng là cổ phiếu đó đang được bán với giá cao hơn hay thấp hơn so với giá trị thực của nó. Điều này xảy ra vì thị trường không phải lúc nào cũng định giá đúng mọi cổ phiếu.

Như đã thấy ở Chương 1, khi nói về đa dạng hóa, Buffett hoàn toàn không đồng ý với lý thuyết tài chính. Đa dạng hóa không chỉ là lĩnh vực duy nhất mà Buffett có những quan điểm khác biệt so với tiêu chuẩn chung. Đây là một lĩnh vực khác: Các nhà nghiên cứu và nhiều nhà đầu tư có kinh nghiệm thích tin rằng thị trường chứng khoán luôn hiệu quả. Từ "hiệu quả" mang ý nghĩa hết sức đặc biệt trong thế giới đầu tư.

Thị trường hiệu quả là một thị trường trong đó giá cổ phiếu phản ứng nhanh chóng để phản ảnh tất cả thông tin. Giới học thuật thường nói về ba hình thức hiệu quả, tùy thuộc vào loại thông tin cụ thể nào đang được xem xét. Ba hình thức này được gọi là yếu, trung bình và mạnh. Để không làm vấn đề trở nên phức tạp quá mức cần thiết, chúng ta chỉ cần hiểu rằng nếu thị trường thực sự hiệu quả như lý thuyết đặt ra, thì các cổ phiếu đều được định giá chính xác – ít

nhất là ở mức trung bình. Nói cách khác, trong một thị trường hiệu quả, nhà đầu tư có thể tự tin rằng giá cả thực tế trên thị trường của cổ phiếu là sự phản ánh chính xác giá trị thực sự mà cổ phiếu đó xứng đáng nhận được. Ý nghĩa quan trọng của lý thuyết thị trường hiệu quả này là nếu cổ phiếu đã được định giá đúng thì không ai có thể liên tục hưởng được những mức lợi nhuận phi thường bằng cách cố gắng nhận diện và thu mua những cổ phiếu bị định giá thấp. Thực tế là, việc này chỉ làm lãng phí thời gian. Do đó, những người tin vào lý thuyết thị trường hiệu quả thường khuyên các nhà đầu tư đừng cố gắng hạ gục thị trường. Thay vào đó, họ bảo các nhà đầu tư chỉ cần dồn tiền vốn của mình vào các quỹ đầu tư.

Tuy nhiên, Buffett là người chuyên tìm kiếm những cổ phiếu bị định giá thấp. Lịch sử đầu tư của ông chứng tỏ rằng điều này hoàn toàn khả thi. Ông đã thể hiện năng lực này rất thành công và nhất quán trong một thời gian rất dài. Nếu lý thuyết trên là đúng thì có lẽ Buffett đã không thể trở nên giàu có như ngày nay. Do đó, chỉ cần dựa vào thu nhập từ đầu tư của Buffett, chúng ta có thể kết luận theo một trong hai hướng: hoặc Buffett là một trường hợp ngoại lệ đối với nguyên tắc đầu tư, hoặc nguyên tắc ấy chẳng có giá trị gì.

Không còn nghi ngờ gì nữa, rằng Buffett là một nhà đầu tư xuất chúng. Nhưng ông không phải là người duy nhất có thể đạt được mức thu nhập vượt trội so với thị trường một cách nhất quán trong những khoảng thời gian rất dài. Chúng ta có thể tìm thấy những nhà đầu tư xuất sắc khác, trong đó có Peter Lynch, Bill Miller và Philip Fisher, để đặt lại vấn đề về giá trị thực tiễn của lý thuyết thị trường hiệu quả. Bản thân Buffett cũng đề cập đến Walter Schloss, một nhà đầu tư thuộc trường phái Benjamin Graham, như một ví dụ rõ ràng

về một nhà đầu tư xuất sắc. Schloss điều hành một quỹ đầu tư với hiệu quả hoạt động xuất sắc, luôn có mức lợi nhuận cao hơn các chỉ số của thị trường trong gần 50 năm qua. Buffett nói rằng: "Chắc chắn không thể có chuyện những thành tích mà Walter đạt được trong hơn 47 năm qua là do tình cờ!". Buffett tiếp tục chỉ trích cộng đồng học thuật vì sự ủng hộ ngoan cố của họ dành cho lý thuyết thị trường hiệu quả. Sử dụng một trong những cách so sánh hình tượng tuyệt vời của mình, ông nói thêm: "Bình thường, vị giáo sư tài chính nào dám đặt vấn đề xem xét lại lý thuyết thị trường hiệu quả sẽ có nhiều cơ hội được thăng chức lớn, giống như cơ hội dành cho Galileo được phong làm Giáo hoàng vậy!".

VŨ KHÍ BÍ MẬT CỦA BUFFETT

Vì có những bằng chứng xác nhận rằng Buffett và ít nhất một số người khác có khả năng thu được lợi nhuận cao hơn mức trung bình của thị trường một cách thành công và liên tục bằng cách mua vào những cổ phiếu bị định giá thấp, vậy có hợp lý không khi giả định rằng tất cả các nhà đầu tư khác cũng có thể làm được điều tương tự? Đáng buồn là không. Họ không thể làm được điều đó. Xét cho cùng, mức lợi nhuận của toàn bộ các nhà đầu tư trên thị trường là ở mức trung bình. Điều đó có nghĩa là một số nhà đầu tư làm việc hiệu quả hơn, nhưng một số khác lại kém hơn. Đây chính xác là lý do tại sao nhiều chuyên gia ủng hộ phương pháp đầu tư thông qua các quỹ đầu tư. Mua cổ phiếu của quỹ đầu tư thực sự là cách duy nhất để bạn có thể đoan chắc rằng mình đạt được mức thu nhập như thị trường.

Tuy nhiên, điều đáng mừng là bạn không cần phải thỏa hiệp để

có được mức thu nhập trung bình. Bạn có thể cải thiện xác suất rơi vào nhóm có năng lực vượt qua mức thu nhập trung bình của thị trường. Như Buffett, bạn có thể làm điều này bằng cách chỉ mua những cổ phiếu bị định giá thấp và tránh những cổ phiếu được định giá quá cao. Làm sao bạn có thể phân biệt được hai loại cổ phiếu này? Cách duy nhất đúng đắn về mặt lý thuyết là bạn tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền (Discounted Cash Flow - DCF)(14). Đây là điều mà Buffett đồng ý với lý thuyết đầu tư. Buffett tìm ra những cổ phiếu bị định giá thấp bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền này.

Tuy nhiên việc phân tích chiết khấu dòng tiền không phải dễ thực hiện. May mắn là nếu nó quá dễ thì tất cả mọi người đều có thể làm được. Và nếu ai cũng có thể làm được thì bạn sẽ chẳng có được lợi thế gì từ việc phân tích này nữa. Những người sẵn sàng tự mình áp dụng phương pháp này và học cách tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền một cách đúng đắn sẽ mang lại cho bản thân lợi thế to lớn. Mài dũa kỹ năng này đòi hỏi bạn phải nghiên cứu và rèn luyện rất nhiều, bởi đây là nền tảng của hoạt động phân tích chứng khoán. Nó được đề cập trong tất cả những quyển sách giáo khoa hay về tài chính ở cấp độ đại học, và những người muốn nhận bằng *chuyên viên phân tích tài chính* (CFA - Chartered Financial Analyst) buộc phải nắm vững phương pháp này. Nó cũng là một trong những cách được Buffett ưa thích nhất để xác định các cổ phiếu bị định giá thấp.

Có lẽ một số độc giả cảm thấy ngạc nhiên khi biết rằng Buffett dựa vào một phương pháp có vẻ hơi phức tạp để hỗ trợ cho các quyết định đầu tư của mình. Trên hết, điều này không nhất quán với danh

(14) Lý thuyết chiết khấu dòng tiền phát biểu rằng giá trị của toàn bộ dòng tiền tạo ra tài sản (từ những thu nhập cố định cho đến các khoản đầu tư đối với toàn bộ doanh nghiệp) chính là giá trị hiện tại của dòng tiền được mong đợi trong tương lai, được chiết khấu về hiện tại với một mức chiết khấu hợp lý.

tiếng của ông là ưa thích những điều đơn giản và dễ hiểu. Tuy nhiên, mọi người thường quên rằng Buffett có năng lực trí tuệ đặc biệt để xử lý những vấn đề khó khăn nhất. Ông có kỹ năng giỏi như bất cứ chuyên gia phân tích tài chính học cao hiểu rộng nào mà bạn có thể tìm thấy trên Phố Wall. Thực ra, ông cũng được hưởng một nền giáo dục đào tạo hàng đầu về kinh doanh. Sau khi học hai năm ở Đại học Pennsylvania, ông đã chuyển đến học và tốt nghiệp tại Đại học Nebraska, Lincoln. Sau đó, ông lấy bằng tốt nghiệp Đại học Columbia - nơi ông được hướng dẫn bởi Benjamin Graham, một trong những chuyên gia về đầu tư vĩ đại nhất của mọi thời đại.

Nội dung cụ thể của phương pháp phân tích này nằm ngoài phạm vi trình bày của quyển sách. Tuy nhiên, thiết nghĩ chúng ta cũng nên tìm hiểu qua phương pháp phân tích chiết khấu dòng tiền để có thể hiểu và nắm bắt cách tư duy của Buffett. Để nghiên cứu sâu hơn, các bạn có thể tìm đọc một trong những quyển giáo trình tài chính xuất sắc ở bậc đại học: *Nền tảng Tài chính: Cơ sở Lý luận và Thực hành Quản trị Tài chính* (ấn bản lần 6) của Arthur J. Keown, Hohn D. Martin và John W. Petty (NXB Prentice-Hall, 2007).

CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Phân tích chiết khấu dòng tiền được căn cứ trên cơ sở rằng một cổ phiếu phải có giá trị bằng với giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền trong tương lai được kỳ vọng sẽ sản sinh cho nhà đầu tư. Tất cả các nhà phân tích, kể cả Buffett, đều bắt đầu bằng cách ước lượng dòng tiền tương lai ấy sẽ như thế nào. Như bạn có thể tưởng tượng, việc này có khả năng sai sót rất lớn. Thật quá khó để ước lượng trong năm tới, dòng tiền của doanh nghiệp sẽ ra sao, đừng nói đến 10 hay

20 năm sau. Hơn nữa, sẽ chẳng có câu trả lời đúng hoặc sai. Sự ước đoán của nhà phân tích này cũng có giá trị như nhà phân tích khác mà thôi. Chỉ có thời gian mới trả lời phán đoán của ai là đúng.

Để có thể ước tính dòng tiền ấy sẽ ra sao, nhà phân tích cần đưa ra những giả định về tốc độ tăng trưởng doanh thu, khấu hao tài sản, chi tiêu tài chính, những thay đổi trong vốn lưu động, tỷ suất lợi nhuận, thanh toán lãi ngân hàng, thuế và các yếu tố khác. Rõ ràng, càng ước tính nhiều hạng mục thì khả năng sai sót càng lớn. Khả năng đưa ra những dự báo tốt chính là điều có thể phân biệt nhà phân tích này với nhà phân tích khác. Buffett là người vượt trội trong trò chơi này.

Sau khi đã dự đoán dòng tiền trong tương lai, chúng phải được chiết khấu về giá trị hiện tại để xác định xem hiện nay chúng có trị giá bao nhiêu. Việc chiết khấu là điều cần thiết do vấn đề thời giá của tiền tệ. Nói cách khác, một đồng ngày hôm nay sẽ có giá trị hơn một đồng trong ngày mai; và dĩ nhiên nó sẽ có giá trị lớn hơn nhiều so với một đồng ở thời điểm 10 năm sau. Nếu bạn cho ai đó vay một đồng hôm nay, bạn có muốn nhận lại tiền càng sớm càng tốt hay không? Nếu bạn không được trả tiền trong vài năm, bạn có kỳ vọng được nhận một khoản lợi tức trên khoản cho vay này không?

Chiết khấu (discounting) là khái niệm đối nghịch với khái niệm lãi suất kép (compounding). Thay vì cố gắng xác định một khoản tiền ngày hôm nay sẽ có giá trị bao nhiêu trong tương lai, chúng ta sẽ cố gắng xác định giá trị hiện tại của một khoản tiền trong tương lai. Ví dụ, để biết 100 USD sau 5 năm sẽ có giá trị bao nhiêu nếu hưởng lãi suất 8% một năm, thì chúng ta phải tính lãi suất kép. Nhưng nếu chúng ta muốn biết 147 USD ở 5 năm sau có giá trị bao nhiêu trong

ngày hôm nay, chúng ta phải chiết khấu. Giá trị được chiết khấu sẽ được gọi là giá trị hiện tại, hoặc giá trị nội tại (intrinsic value). Một đặc tính quan trọng của quá trình chiết khấu này là giá trị nội tại có quan hệ ngược lại với tỷ suất chiết khấu. Nói cách khác, nếu lãi suất được sử dụng để chiết khấu dòng tiền tương lai càng lớn, thì giá trị nội tại của dòng tiền đó sẽ càng nhỏ.

Bản thân tỷ suất chiết khấu cũng là một hàm số tích hợp mức độ lãi suất tổng quát của nền kinh tế và mức rủi ro của hoạt động đầu tư. Khi lãi suất cao, hoặc khi hạng mục đầu tư tiềm năng đặt ra quá nhiều rủi ro, thì tỷ suất chiết khấu cao sẽ được áp dụng. Một hạng mục đầu tư nhiều rủi ro chỉ đáng thực hiện trong một môi trường lãi suất cao nếu nó có thể được mua lại với mức giá rất tốt. Đây là những khái niệm mà Buffett hiểu rất rõ theo trực giác. Ông cũng biết rằng đôi khi giá không ở mức đủ thấp để tiến hành đầu tư. Trong những trường hợp như thế, ông sẽ không mua.

Phân tích chiết khấu dòng tiền có thể sử dụng để định giá bất cứ tài sản nào, bao gồm cả cổ phiếu, trái phiếu và bất động sản. Nhiều nhà đầu tư cảm thấy phương pháp này dễ hiểu khi áp dụng cho trái phiếu, bởi trái phiếu thường mang lại những khoản lãi đều đặn ổn định. Những khoản lãi đó chính là dòng tiền của trái phiếu. Ví dụ, bạn đang xem xét mua một trái phiếu có giá 1.000 USD với lãi suất 10%/ năm, kỳ hạn 5 năm. Nếu bạn mua trái phiếu đó trong hôm nay, bạn sẽ nhận được 100 USD mỗi năm trong 5 năm tới. Ngoài ra, đến năm thứ 5, bạn sẽ nhận lại được khoản tiền 1.000 USD ban đầu. Vậy thì trái phiếu này có trị giá bao nhiêu trong hôm nay?

Bằng cách sử dụng phương pháp định giá được Buffett ưa thích, câu trả lời có thể xác định được bằng cách chiết khấu tất cả các

dòng tiền được kỳ vọng trong tương lai về giá trị hiện tại. Tuy nhiên, trước khi bắt đầu, chúng ta cần quyết định sẽ sử dụng mức lãi suất nào. Nên nhớ rằng mức chiết khấu là lãi suất phản ánh không chỉ mức lãi suất hiện tại của thị trường, mà còn bao gồm cả rủi ro của trái phiếu. Giả sử lãi suất của thị trường ngày hôm nay thấp hơn mức mà trái phiếu được phát hành lần đầu tiên, vì thế tỷ suất chiết khấu thích hợp là 8%. Quá trình chiết khấu dòng tiền có thể được hoàn thành một cách tự động bằng cách đưa tất cả các dữ liệu thích hợp vào bất cứ máy tính nào. Nó sẽ cho ra giá trị nội tại của trái phiếu là 1.079,85 USD. Nếu bạn có thể mua trái phiếu ở mức giá này, bạn sẽ có thu nhập hàng năm từ khoản đầu tư của mình vào khoảng 8%. Tuy nhiên, nếu trái phiếu này được bán trên thị trường với giá 1.100 USD, bạn không nên mua nó bởi vì nó được định giá cao. Nếu bạn phải trả 1.100 USD cho trái phiếu này, bạn sẽ hưởng mức lãi suất không tới 8%. Ngược lại, nếu trái phiếu này được bán với giá 1.050 USD, nó đã bị định giá thấp. Nếu bạn mua với giá này, bạn sẽ đạt được mức thu nhập cao hơn 8%.

Phép phân tích này có vẻ dễ dàng đối với trái phiếu. Tuy nhiên, tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền cho cổ phiếu phức tạp hơn nhiều bởi ước tính dòng tiền dự kiến không phải dễ dàng như ở trái phiếu. Như chúng ta đã biết, nhà phân tích cần đưa ra nhiều giả định, và ước đoán của anh ta chưa chắc tốt hơn nhà phân tích khác. Dòng tiền kỳ vọng trong tương lai của trái phiếu thường khá chắc chắn và dễ xác định. Nhưng cổ phiếu thì khác.

Do Buffett có khuynh hướng mua cổ phiếu để hưởng cổ tức, các nhà đầu tư thường băn khoăn không biết liệu cổ tức có nên được chiết khấu để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu hay không. Có thể

sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức để định giá những cổ phiếu có mức thanh toán tốt và tăng trưởng ổn định. Nhưng mô hình này sẽ không hữu ích khi áp dụng vào một công ty không chi trả cổ tức. Thật khôi hài là một số nhà đầu tư khăng khăng họ sẽ không mua cổ phiếu không trả cổ tức, nhưng cùng lúc đó họ sẽ nói với bạn rằng họ sẽ không ngần ngại khi mua cổ phiếu Berkshire Hathaway. Rõ ràng là họ không nhận ra Berkshire không trả cổ tức. Mặc dù Buffett thích mua những cổ phiếu có trả cổ tức tăng trưởng đều, nhưng ông lại áp dụng chính sách không trả cổ tức ở Berkshire. Dù Berkshire hoàn toàn không trả một khoản cổ tức nào, nhưng cổ phiếu loại A của nó gần đây được giao dịch ở mức giá gần 120.000 USD mỗi cổ phiếu.[15]

Điều quan trọng là có nhiều yếu tố khác ảnh hưởng đến dòng tiền, ngoài cổ tức. Dòng tiền không cần phải thực sự được trả cho nhà đầu tư mới được đưa vào phân tích chiết khấu. Cổ đông có quyền trên các dòng tiền dù họ có thực sự nhận chúng hay không. Những dòng tiền này có thể được tái đầu tư vào công ty, nhưng xét về mặt kỹ thuật, chúng vẫn thuộc sở hữu của cổ đông. Do đó, việc phân tích chiết khấu dòng tiền hợp lý cần phải tính hết tất cả các dòng tiền sẽ có, dù chúng được thanh toán cho nhà đầu tư dưới dạng cổ tức hay được giữ lại trong công ty để tái đầu tư.

Nên nhớ rằng phần khó nhất khi tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền chính là việc đưa ra được dự báo chính xác về dòng tiền trong tương lai. Quá trình tính toán thực sự rất dễ thực hiện bằng cách sử dụng một bảng tính điện tử (phần mềm Microsoft Excel chẳng hạn) hoặc một máy tính bỏ túi có các hàm tài chính. Việc dự báo dòng tiền đòi hỏi phải đưa ra rất nhiều giả định và ước tính. Kết

(15) Nhà đầu tư đôi khi băn khoăn không hiểu tại sao cổ phiếu Berkshire được niêm yết với giá cao đến vậy. Đơn giản đó là do Buffett từ chối việc chia tách cổ phiếu. Ông tin rằng việc chia tách cổ phiếu chẳng có ý nghĩa gì về mặt kinh tế. Có nhiều câu chuyện đồn thổi về Buffett, rằng đôi khi ông gởi lời chúc mừng sinh nhật đến bạn bè và chúc rằng họ sẽ sống thọ đến khi ông quyết định chia tách cổ phiếu của Berkshire.

quả là có rất nhiều khả năng sai sót trong quá trình này. Các nhà phân tích sớm nhận ra rằng việc tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền thích hợp vừa mang tính nghệ thuật vừa mang tính khoa học. Thậm chí những dự báo do các nhà phân tích với nhiều năm kinh nghiệm đưa ra cũng có thể chệch hướng rất xa. Tuy nhiên, Buffett sử dụng phương pháp này bởi vì ông biết đó là cách duy nhất đúng về mặt lý thuyết để xác định giá trị của cổ phiếu.

BUFFETT THÍCH NHỮNG CÔNG TY ĐƠN GIẢN

Dù sử dụng phương pháp phân tích chiết khấu dòng tiền, nhưng Buffett nhận ra khả năng gây lỗi của phương pháp này rất lớn. Ông biết rằng khi tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền, không bao giờ có chuyện hai nhà phân tích khác nhau lại đưa ra một giá trị nội tại giống nhau cho cùng một cổ phiếu. Ước tính của họ nhiều khi khác xa nhau. Một người có thể kết luận cổ phiếu bị định giá thấp, trong khi người kia lại kết luận rằng nó được định giá cao. Ông nói: *"Dù hai người, tôi muốn nói là cả Charlie Munger và tôi, cùng xem xét những dữ kiện giống nhau, nhưng hầu như chúng tôi không thể tránh khỏi việc xác định giá trị nội tại khác nhau."* Trừ phi các nhà phân tích sử dụng mô hình giống nhau và đưa ra những giả định như nhau, họ không bao giờ có được kết quả giống nhau. Đây chính là điều đã tạo nên thị trường dành cho cổ phiếu. Cả người mua và người bán đều tự tin vào những phân tích của mình. Người mua nghĩ rằng cổ phiếu bị định giá thấp, còn người bán lại nghĩ nó đã được định giá cao.

Người ta thường nói Buffett ưa thích những công ty dễ tìm hiểu. Một số người đã diễn dịch điều đó rằng Buffett không thích

đầu tư vào những công ty công nghệ phức tạp. Dĩ nhiên điều này cũng có nhiều phần đúng, vì dòng tiền của các công ty này rất khó dự đoán. Một công ty bảo hiểm có lịch sử dòng tiền tăng trưởng đều đặn qua một thời gian dài sẽ dễ dàng được mô hình hóa hơn một công ty công nghệ mới được niêm yết và có thể vẫn chưa có lãi, thậm chí nó có những sản phẩm đột phá đầy triển vọng có thể trở thành một sản phẩm đỉnh cao trên thị trường vào một ngày nào đó trong tương lai. Đây chính là lý do tại sao Buffett luôn né tránh lĩnh vực công nghệ cho đến nay.

Không may là Buffett và các cổ đông đã lỡ mất giai đoạn bùng nổ công nghệ của những năm 1990. Thời đó, các cổ phiếu không thuộc ngành công nghệ cũng không còn được ưa chuộng, đến mức các nhà đầu tư cũng tránh mua cả cổ phiếu của Berkshire Hathaway. Quyết định của Buffett trong việc không tham gia đầu tư vào các công ty công nghệ làm cho các cổ đông của ông mất rất nhiều, vì cổ phiếu của Berkshire Hathaway rớt giá gần 50% chỉ trong một năm. Nhưng cổ phiếu này lại bắt đầu hồi phục ngay sau giai đoạn thị trường tăng lên bắt đầu diễn ra. Berkshire bất ngờ được xem là nơi trú ẩn an toàn. Mặc dù Buffett và cổ đông của mình bỏ lỡ giai đoạn bùng nổ công nghệ, nhưng họ đã tránh được sự sụp đổ diễn ra sau đó.

Buffett thích kiểm soát rủi ro. Ông làm điều này chủ yếu bằng cách tránh những công ty mà ông cho rằng có quá nhiều yếu tố không chắc chắn về dòng tiền tương lai. Hơn nữa, do ông tin rằng có rất ít rủi ro trong việc mua lại những công ty có dòng tiền dễ dự đoán, ông cảm thấy thoải mái khi sử dụng tỷ suất chiết khấu không có rủi ro để chiết khấu dòng tiền của các công ty này. Cụ thể, ông bắt đầu bằng tỷ suất của trái phiếu của Bộ Ngân khố Hoa Kỳ và tiến hành

điều chỉnh một chút trên con số này. Một cái nhìn thận trọng hơn sẽ yêu cầu bạn sử dụng tỷ suất chiết khấu cao hơn trong trường hợp này – cụ thể là tỷ suất chiết khấu phải phản ánh hợp lý rủi ro liên quan đến thị trường của cổ phiếu. Buffett tin ông không cần phải tính đến rủi ro trong tỷ suất chiết khấu ông đang áp dụng vì ông luôn chủ động tránh những cổ phiếu mà ông xem là quá rủi ro.

Các nhà phân tích và giới học thuật đã chỉ trích Buffett vì điều này. Họ nói nếu sử dụng tỷ suất chiết khấu mà không phản ánh hợp lý rủi ro, ông sẽ dễ dàng đi đến kết luận sai lầm rằng một cổ phiếu được định giá cao trở thành một cổ phiếu định giá thấp. Hơn nữa, việc bỏ qua những công ty có dòng tiền khó dự báo có thể làm ông bỏ lỡ những cơ hội đầu tư tuyệt vời. Buffett có vẻ luôn có tội như cáo buộc, nhưng hiệu quả đầu tư thực tế của ông đã tự nói lên tất cả.

BUFFETT MUA RẺ CỔ PHIẾU, CHỨ KHÔNG MUA CỔ PHIẾU RẺ

Warren Buffett không mua cổ phiếu rẻ tiền. Bí quyết thành công của ông nằm ở tài năng của ông trong việc mua được cổ phiếu với giá rẻ. Ông dựa vào phân tích chiết khấu dòng tiền để tìm ra những cổ phiếu như vậy. Ông sử dụng phương pháp phân tích chiết khấu dòng tiền để xác định giá trị nội tại của cổ phiếu rồi so sánh nó với giá thị trường. Buffett chỉ mua cổ phiếu nếu như giá trị nội tại của nó lớn hơn giá hiện hành trên thị trường. Nếu thấp hơn, ông sẽ không quan tâm.

Tất nhiên Buffett không miệt mài phân tích mọi cổ phiếu mà ông biết. Ví dụ, ở đầu chương này, chúng ta biết rằng cổ phiếu của Google có giá khá đắt khi so sánh với Washington Post và Berkshire.

Nhưng phân tích chiết khấu dòng tiền mới là cách tốt nhất để xác định Google có thực sự được định giá cao hay không. Buffett chưa bao giờ mua cổ phiếu nào của Google. Phải chăng ông đã tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền của Google và kết luận rằng nó được định giá quá cao? Có lẽ không. Theo những gì chúng ta biết về Buffett, ông sẽ lý luận rằng dòng tiền của Google quá khó để dự báo với bất cứ độ tin cậy nào. Do đó, ông nên dành thời gian để phân tích những công ty khác mà ông có thể hiểu được. Nói cách khác, ông thích tập trung vào các công ty có dòng tiền có thể dự đoán với độ tin cậy cao hơn.

Nhưng ngay cả khi Buffett tìm được một cổ phiếu bị định giá thấp, ông biết không có gì đảm bảo khi nào giá cổ phiếu đó sẽ tăng lên. Nó có thể tăng mạnh, hoặc chẳng bao giờ tăng. Đây chính là nơi mà sự kiên nhẫn phát huy giá trị thực sự của nó. Khi Buffett mua một cổ phiếu mà ông tin nó bị định giá thấp, ông dám cược rằng các nhà đầu tư khác cuối cùng cũng sẽ đi đến kết luận theo cách ông nghĩ. Ông đặt cược rằng họ cũng sẽ tỉnh ra vào một ngày nào đó và nhận ra cổ phiếu đó bị định giá thấp. Ông cũng cược rằng họ sẽ bắt đầu mua cổ phiếu đó và làm cho giá của nó tăng lên đến khi nó được định giá đúng mức. Đây không phải là sự đặt cược chắc chắn, nhưng Buffett biết ông có nhiều khả năng kiếm tiền trong dài hạn bằng cách kiên trì mua những cổ phiếu bị định giá thấp hơn là thường xuyên mua những cổ phiếu được định giá quá cao. Buffett biết rằng đầu tư là một trò chơi xác suất. Bằng cách mua những cổ phiếu bị định giá thấp, ông sẽ giành về mình ưu thế trong cuộc chơi.

Vì thế, nói rằng Warren Buffett là một nhà đầu tư giá trị là không đúng. Có thể ông thích cổ phiếu giá trị hơn cổ phiếu tăng trưởng, nhưng đó chỉ vì cổ phiếu giá trị thường có xác suất bị định

giá thấp lớn hơn nhiều so với cổ phiếu tăng trưởng. Cho nên, sẽ chính xác hơn khi gọi Buffett là nhà đầu tư "cổ phiếu giá thấp". Điều quan trọng là khi ông nói rằng ông thích mua cổ phiếu giá thấp, ông không có ý nói đến các hệ số giá. Thay vào đó, ông đang nói về việc chiết khấu dòng tiền để tìm ra những cổ phiếu có giá trị nội tại lớn hơn mức giá mà ông phải trả khi mua trên thị trường. Do đó, Buffett không thực sự tìm mua cổ phiếu rẻ, đúng hơn là ông thích mua rẻ cổ phiếu.

TÓM TẮT CHƯƠNG 2

- Cổ phiếu giá trị theo truyền thống định nghĩa là những cổ phiếu có các hệ số giá thấp. Cổ phiếu tăng trưởng là những cổ phiếu có các hệ số giá cao. Buffett được nhiều người tin rằng ông là một nhà đầu tư giá trị nghiêm ngặt. Đây chỉ là chuyện hoang đường. Nhiều công ty mà ông đã mua qua nhiều năm cho Berkshire thể hiện sự tăng trưởng rất mạnh mẽ. *Tốt nhất là hãy trả càng ít càng tốt cho bất cứ cổ phiếu nào. Tuy nhiên, những công ty tăng trưởng nhanh thường có giá trị cao hơn những công ty tăng trưởng chậm. Do đó, hoàn toàn có ý nghĩa khi bạn phải trả thêm một khoản tiền để đạt được mức tăng trưởng kỳ vọng. Đừng né tránh những cổ phiếu tăng trưởng chỉ bởi vì chúng được bán với những hệ số giá cao hơn.*

- Buffett sẵn sàng mua cổ phiếu tăng trưởng, nhưng ông cũng nhận thức rằng kỳ vọng của các nhà đầu tư có thể vượt ra ngoài tầm kiểm soát. Nhà đầu tư có khuynh hướng ngoại suy những sự kiện xảy ra gần đây vào tương lai. Kết quả là đôi khi họ đặt giá quá cao cho cổ phiếu tăng trưởng mạnh, làm cho chúng trở

thành những cổ phiếu được định giá cao một cách bất hợp lý. Trái lại, họ có thể tránh những công ty có tốc độ tăng trưởng đáng thất vọng, dẫn đến việc giá của chúng bị sụt giảm xuống mức cực kỳ hấp dẫn. *Mặc dù bạn sẵn sàng trả giá cao hơn cho sự tăng trưởng, nhưng quan trọng nhất là không được trả quá nhiều. Đồng thời, đừng bỏ qua những công ty tăng trưởng chậm có cổ phiếu bán với giá thấp một cách khôi hài vì các nhà đầu tư khác đã từ bỏ hy vọng vào nó. Chìa khóa dẫn đến thành công trong đầu tư dài hạn nằm ở khả năng mua được những cổ phiếu tốt với giá hấp dẫn.*

- Nhà đầu tư thành công phải có khả năng phân biệt giữa công ty vĩ đại và cổ phiếu tốt. Google là một công ty vĩ đại. Nó thống trị không gian mạng Internet. Washington Post, từng là một công ty tuyệt vời, giờ đây đang đánh vật với số lượng báo lưu hành ngày càng sụt giảm. *Khi nói đến cổ phiếu, giá là điều duy nhất có ý nghĩa. Một công ty có thể là công ty vĩ đại vì nhiều lý do, nhưng một cổ phiếu chỉ tuyệt vời khi giá của nó được định ở mức thấp hơn giá trị thực. Mua những công ty vĩ đại thường là một ý tưởng tốt, nhưng các nhà đầu tư thành công biết rằng mua cổ phiếu tốt có ý nghĩa quan trọng hơn. Hãy học cách tập trung vào giá ngay cả khi bạn có kế hoạch nắm giữ cổ phiếu dài hạn.*
- Giới học thuật thường lý luận rằng thị trường là hiệu quả. Buffett không nghĩ vậy. Có quá nhiều sự bất thường và quá nhiều nhà đầu tư thành công nên không thể khẳng định thị trường là hiệu quả. *Đừng phạm sai lầm khi giả định rằng thị trường luôn luôn đúng. Nếu bạn là một nhà đầu tư có kỹ năng tốt, bạn phải luôn cảnh giác với những cơ hội mua cổ phiếu khi chúng rõ ràng bị định giá thấp.*

- Buffett có thiên hướng đầu tư giá trị, nhưng điều ông thực sự tìm kiếm là những công ty bị định giá thấp. Như hầu hết các nhà phân tích tài chính xuất sắc khác, Buffett dựa vào phương pháp phân tích chiết khấu dòng tiền để nhận diện giá trị nội tại của một công ty, sau đó ông so sánh với giá thị trường khi muốn mua bất kỳ doanh nghiệp nào. *Cách tốt nhất để tìm ra những cổ phiếu bị định giá thấp là chiết khấu dòng tiền dự kiến và so sánh giá trị nội tại thu được với giá thị trường. Bạn nên tập trung nỗ lực vào việc mua được những cổ phiếu bị định giá thấp, chứ không phải những cổ phiếu giá trị.*

- Các nhà phân tích phải mất nhiều năm để học cách tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền một cách hợp lý, nhưng quá trình này vừa mang tính nghệ thuật vừa mang tính khoa học. Vì nó đòi hỏi phải đưa ra những dự báo về tương lai nên không thể có hai nhà phân tích đi đến cùng một kết luận như nhau. *Thực hành liên tục sẽ giúp bạn hoàn thiện kỹ năng này. Cách tốt nhất để bắt đầu là bạn nên bắt tay vào một số báo cáo nghiên cứu theo hướng bán đi và xem xét các mô hình phân tích chiết khấu dòng tiền. Hãy cố gắng quyết định xem đâu là những giả định của nhà phân tích quá bốc đồng hoặc quá thận trọng. Bạn nên tự tin rằng một cổ phiếu bị định giá thấp khi các giả định tỏ ra quá thận trọng.*

3

GIÁ TRỊ CHO DÀI HẠN, TĂNG TRƯỞNG CHO NGẮN HẠN

Xu hướng là bạn của bạn.
Đừng rối trí với thị trường giá lên.

- Hai câu *"châm ngôn"* phổ biến ở Phố Wall

Chúng ta đã biết ở Chương 2 rằng Warren Buffett thích những cổ phiếu bị định giá thấp. Ông dựa phần lớn vào phân tích chiết khấu dòng tiền để tìm ra chúng. Ông tính toán giá trị nội tại và tập trung sự chú ý của mình vào những công ty và những cổ phiếu có thể mua được với giá thấp hơn. Vì cổ phiếu giá trị thường bị định giá thấp nhiều hơn so với cổ phiếu tăng trưởng nên Buffett phải lựa chọn chặt chẽ giữa giá trị và tăng trưởng, và trong hầu hết các trường hợp, ông chọn giá trị. Dựa vào những kiến thức căn bản, ông biết rằng cổ phiếu tăng trưởng thường được định giá cao. Thông thường, các nhà đầu tư thích đuổi theo sự tăng trưởng, và do cổ phiếu tăng trưởng quá phổ biến nên giá của chúng có thể trở nên quá cao, không thích hợp để mua đối với các nhà đầu tư muốn nắm giữ cổ phiếu dài hạn như Buffett. Tuy nhiên, cổ phiếu giá trị lại thường không được ưa thích trên thị trường. Do ít quan tâm đến những cổ phiếu này nên các nhà đầu tư sắc sảo thường chọn mua những cổ phiếu giá trị với mức giá thấp hơn giá trị nội tại của nó.

Cần lưu ý là thậm chí những cổ phiếu tăng trưởng đôi khi cũng bị định giá thấp bằng phương pháp phân tích chiết khấu dòng tiền, nhưng xác suất bị định giá thấp thường cao hơn đối với những cổ phiếu giá trị. Do đó, nếu tiến hành phân tích chiết khấu dòng tiền phức tạp không phải là việc dễ dàng đối với bạn, thì bạn không nên đi quá xa con đường của Buffett khi bạn tập trung vào những cổ phiếu giá trị có hệ số thấp.

Nhưng vượt qua thị trường bằng cách theo đuổi một chiến lược giá trị chặt chẽ liệu có thực sự khả thi không? Mặc dù chiến lược đầu tư của Berkshire Hathaway không hướng vào giá trị một cách tuyệt đối, nhưng nó hướng vào giá trị hơn là tăng trưởng. Và cổ phiếu Berkshire hàng năm đều tăng giá hơn 20% trong vài thập kỷ qua. Rõ ràng, thiên hướng giá trị đã mang lại những lợi ích tuyệt vời cho Buffett và các cổ đông của Berkshire. Hiệu quả của Berkshire quả thực là hết sức xuất sắc, nhưng đó chỉ là một ví dụ mà thôi. Có bằng chứng nào khác thuyết phục hơn có thể chứng minh rằng chiến lược đầu tư hướng vào giá trị sẽ tốt hơn chiến lược đầu tư hướng vào tăng trưởng không?

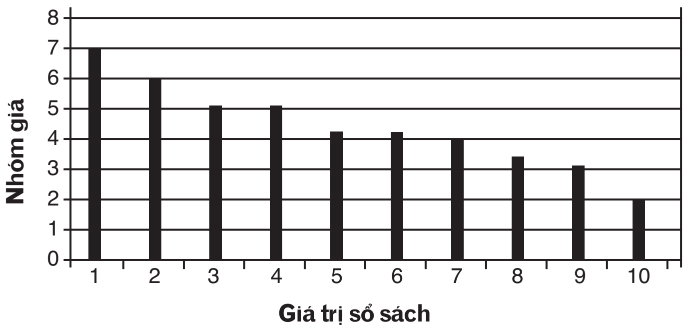
Câu trả lời là có. Giá trị thường xuyên cho hiệu quả vượt trội hơn tăng trưởng – nhưng chỉ đúng trong dài hạn. Thực sự, để trở thành một nhà đầu tư giá trị thành công, bạn cần phải có sự kiên nhẫn ít nhất cũng như sự kiên nhẫn của Warren Buffett. Buffett thường xuyên nhấn mạnh đến giá trị của hoạt động đầu tư dài hạn. Ông không bằng lòng với việc mua bán cổ phiếu ngắn hạn, mang tính "lướt sóng". Buffett không quan tâm đến việc kiếm tiền nhanh. Ông biết rằng đầu tư giá trị không thể làm cho bất kỳ người nào trở nên giàu có chỉ sau một đêm. Nếu đó là điều bạn đang tìm kiếm, bạn sẽ thất vọng. Để trở thành nhà đầu tư giá trị thành công, bạn cần có

mục tiêu nắm giữ cổ phiếu ít nhất là 5 năm, hoặc lâu hơn. Thực ra, bạn càng sẵn sàng chờ đợi thì xác suất thành công của chiến lược giá trị của bạn càng lớn.

TĂNG GẤP 7 LẦN TIỀN CỦA BẠN TRONG 10 NĂM

Hình 3.1 được lấy từ những dữ liệu được xuất bản trong một cuộc nghiên cứu học thuật nổi tiếng do Eugene Fama và Kenneth French tiến hành. Các tác giả đã kiểm tra hiệu quả hoạt động dài hạn của những cổ phiếu giá trị và cổ phiếu tăng trưởng. Trước hết, họ lấy tất cả những cổ phiếu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán New York, Sàn Giao dịch Chứng khoán Mỹ, và NASDAQ để có được những dữ liệu đáng tin cậy. Sau đó, họ chia chúng thành 10 nhóm dựa vào tỷ số giá trên giá trị sổ sách (P/B). (Thực ra, các tác giả đã sử dụng tỷ số giá trị sổ sách trên giá, đơn giản là nghịch đảo của tỷ số P/B). Nhóm 1 bao gồm những cổ phiếu thiên về giá trị cao nhất. Nhóm 10 bao gồm những cổ phiếu thiên về tăng trưởng nhất.

Hình 3.1: Giá trị tốt hơn tăng trưởng sau 10 năm



Nhóm 1 gồm những cổ phiếu có tỷ số P/B thấp nhất. Nhóm 10 gồm những cổ phiếu có tỷ số P/B cao nhất. Cổ phiếu nhóm 1 có giá trị tăng lên gần 7 lần sau 10 năm. Cổ phiếu nhóm 10 chỉ có giá trị tăng lên gần 2 lần.

Fama và French đã phân tích một khoảng thời gian 27 năm, bao gồm cả những thị trường giá lên lẫn thị trường giá xuống[16]. Họ tính toán thu nhập trung bình hàng tháng cho từng nhóm, và những gì họ khám phá ra là cả một sự kinh ngạc. Những cổ phiếu giá trị mang lại kết quả vượt trội nhiều lần so với những cổ phiếu tăng trưởng. Trung bình, các cổ phiếu thuộc nhóm thiên về giá trị nhất – Nhóm 1 – tăng giá gần 7 lần sau 10 năm. Điều này có nghĩa là tỷ suất thu nhập trung bình hàng năm là khoảng 21%. Một cách trùng hợp, con số này rất gần với hiệu quả hoạt động dài hạn thực tế của Berkshire. Tuy nhiên, những cổ phiếu thiên về tăng trưởng nhất – những cổ phiếu thuộc nhóm 10 – chỉ tăng giá khoảng gấp đôi trong 10 năm. Con số này dẫn đến mức tỷ suất thu nhập trung bình hàng năm dưới 8% - một con số đáng thất vọng.

Theo những kết quả này, Buffett tỏ ra hoàn toàn đúng đắn, dù ông chỉ dựa vào bản năng và sự suy luận hợp lý thường tình. Các nhà đầu tư dài hạn nên tập trung vào giá trị, không nên hướng vào tăng trưởng.

Tuy nhiên, phương pháp của Fama và French không thể so sánh một cách tương đồng với chiến lược đầu tư của Buffett. Buffett không ra quyết định đầu tư chỉ dựa vào hệ số giá trên giá trị sổ sách. Ông xem xét tất cả các yếu tố khác, bao gồm giá trị nội tại, tỷ suất thu nhập trên vốn chủ sở hữu, tỷ suất lợi nhuận, và có lẽ quan trọng nhất đối với ông, là chiến lược kinh doanh của bộ máy quản lý (như chúng ta sẽ thấy trong Chương 5).

Ngoài ra, khi Buffett thực hiện một quyết định đầu tư, ông có khuynh hướng nắm giữ cổ phiếu trong một khoảng thời gian rất dài. Phương pháp của Fama và French không đi theo một phương pháp

(16) Bull market: thị truòng giá lên; Bear market: thị truòng giá xuống.

mua và nắm giữ đơn giản. Nó thực sự đòi hỏi nhiều nỗ lực giám sát và tái lập cân bằng. Xét cho cùng, cổ phiếu giá trị trong năm nay có thể trở thành cổ phiếu tăng trưởng trong năm tới, trong trường hợp này nó sẽ rời khỏi nhóm này mà rơi vào nhóm khác. Nhưng Buffett không thường xuyên tái lập cân bằng cho danh mục của mình như vậy. Ông không loại bỏ một cổ phiếu và mua một cổ phiếu khác chỉ vì giá và hệ số giá của chúng vừa thay đổi. Với một vài ngoại lệ, khi Buffett mua một mã cổ phiếu, ông thường kiên trì nắm giữ nó trong thời gian rất dài. Điều này vẫn đúng ngay cả khi giá cổ phiếu bất ngờ sụt giảm hoặc giá cổ phiếu tăng lên nhanh hơn mức độ mà ông đánh giá ban đầu. Thực ra, như chúng ta sẽ biết trong Chương 4, Buffett thích nghĩ đến khía cạnh mua lại doanh nghiệp, chứ không phải mua cổ phiếu. Nếu bạn sở hữu một doanh nghiệp, có lẽ bạn chỉ xem xét bán nó đi bởi vì bạn có thể nhận được mức giá thật cao. Tuy nhiên, Buffett không làm như vậy. Buffett thích mua. Bán doanh nghiệp không phải là điều bình thường đối với ông.

CÓ CHUYỆN GÌ VỚI NƯỚC Ý THẾ?

Trong nhiều năm, Buffett không quan tâm đến các thị trường quốc tế. Ông chỉ tập trung vào các công ty và cổ phiếu Mỹ. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, ông đã bắt đầu chú ý đến những thị trường khác trên thế giới. Ví dụ, ông đã mua lại Iscar Metalworking, một công ty Israel (được thảo luận trong Chương 5) vào năm 2006. Ông cũng mua cổ phiếu PetroChina (nhưng ông đã bán PetroChina năm 2007). Xét đến sự quan tâm ngày càng tăng của Buffett đến việc đầu tư ra nước ngoài, sẽ hợp lý hơn khi đặt câu hỏi liệu cổ phiếu giá trị cho mức thu nhập cao hơn mức trung bình của thị trường ở tất cả các nước hay chỉ ở Mỹ mà thôi.

May mắn là Fama và French cũng tự hỏi điều tương tự. Họ mở rộng cuộc nghiên cứu của mình để gộp luôn dữ liệu từ 12 thị trường lớn ngoài Mỹ. Họ đã kiểm tra một giai đoạn 20 năm và phần lớn những gì họ khám phá ở những nước khác cũng giúp xác nhận những kết quả ban đầu của họ đối với nước Mỹ. Cổ phiếu giá trị mang lại hiệu quả vượt trội so với cổ phiếu tăng trưởng ở 11 trên 12 thị trường ngoài Mỹ. Vì một số lý do nào đó, Ý là nước duy nhất đi ngược lại xu hướng trên. Chiến lược đầu tư dài hạn hướng vào giá trị của Buffett tỏ ra có hiệu quả ở hầu hết mọi nơi trên hành tinh này.

GIÁ TRỊ ĐÃ LÀ TỐT, GIÁ TRỊ VỚI MỨC VỐN HÓA NHỎ CÀNG TỐT HƠN

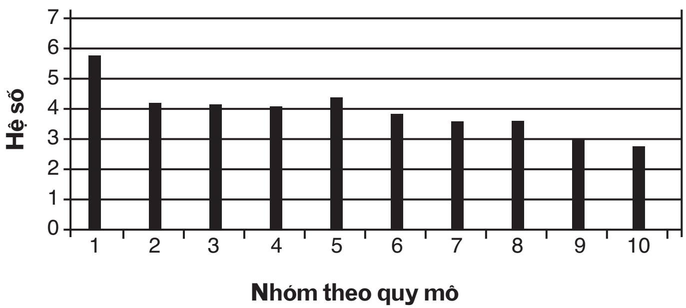
Berkshire Hathaway đã mang lại thu nhập đặc biệt xuất sắc trong nhiều thập kỷ. Tuy nhiên, Buffett đã cảnh báo rằng Berkshire có thể không duy trì được sự xuất sắc đó trong tương lai. Bởi vì công ty đã trở nên quá lớn để duy trì hiệu quả hoạt động như cũ theo cách thức cũ. Thực ra, các nhà quan sát thị trường từ lâu đã lưu ý rằng tốc độ tăng trưởng thường chậm lại khi một công ty phát triển lớn hơn. Họ nhận thấy những công ty nhỏ thường tạo ra thu nhập lớn nhất.

Nghiên cứu của Fama và French đã thuyết phục nhiều nhà quản lý tài chính rằng giá trị mang lại hiệu quả vượt trội hơn tăng trưởng trong dài hạn. Nhưng các nhà nghiên cứu cũng muốn biết liệu quy mô doanh nghiệp có ý nghĩa gì không. Buffett có đúng không khi nghĩ rằng Berkshire sẽ ít có khả năng mang lại những khoản thu nhập vượt trội bởi vì nó đã trở nên quá lớn?

Như đã làm trước đây, Fama và French lấy tất cả các cổ phiếu mà họ có thể nhận được dữ liệu đáng tin cậy và chia chúng thành 10

nhóm. Nhưng thay vì phân nhóm chúng dựa trên tỷ số P/B, lần này họ phân nhóm các cổ phiếu dựa trên giá trị vốn hóa thị trường. Nhóm 1 trong Hình 3.2 bao gồm những cổ phiếu có giá trị vốn hóa thị trường nhỏ nhất. Nhóm 10 bao gồm những cổ phiếu có giá trị vốn hóa thị trường lớn nhất. Kết quả trung bình cho thời gian nắm giữ 10 năm được thể hiện trong sơ đồ: cổ phiếu có mức vốn hóa nhỏ tăng giá gần 6 lần sau 10 năm, cổ phiếu có mức vốn hóa lớn nhất tăng giá chưa đến 3 lần.

Hình 3.2: Quy mô nhỏ vượt trội quy mô lớn trong 10 năm



Nhóm 1 gồm những cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường nhỏ nhất. Nhóm 10 gồm những cổ phiếu có mức vốn hóa lớn nhất. Cổ phiếu nhóm 1 tăng giá trị gấp 6 lần sau 10 năm. Cổ phiếu nhóm 10 tăng giá chưa đến 3 lần trong 10 năm.

Như chúng ta đã biết trong Chương 1, Buffett sẽ hối thúc hầu hết các nhà đầu tư đa dạng hóa danh mục đầu tư của mình một cách rộng rãi. Ông khuyến nghị họ nên sử dụng các quỹ đầu tư để đạt được mục tiêu này. Vì thế, vì mục đích đa dạng hóa, Buffett có thể nói rằng các nhà đầu tư nên sở hữu cả cổ phiếu của công ty có mức vốn hóa nhỏ lẫn công ty có mức vốn hóa lớn. Tất nhiên, nếu muốn thực sự đa dạng hóa, họ cũng nên sở hữu cả cổ phiếu giá trị lẫn cổ phiếu tăng trưởng.

Nhưng dựa trên những kết quả của Fama và French, rõ ràng các nhà đầu tư dài hạn muốn tối đa hóa thu nhập của mình cần xây dựng danh mục đầu tư hướng về cổ phiếu giá trị của những công ty có mức vốn hóa nhỏ. Sở thích của Buffett dành cho những cổ phiếu giá trị đã rất nổi tiếng. Tuy nhiên, những cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường nhỏ lại không phải là điều ông hay làm. Với ông, việc này không có tính thực tiễn dù ông thích sở hữu chúng đến mức nào đi nữa. Đó là do Berkshire Hathaway đã trở thành một tập đoàn khổng lồ với những khoản tiền rất lớn để đầu tư. Thật sự không khả thi đối với Buffett nếu ông chỉ muốn tập trung vào những công ty và cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường nhỏ, vì chắc hẳn ông sẽ phải mua với một số lượng rất lớn. Mặc dù Buffett nghĩ ra việc đa dạng hóa rộng rãi là tốt cho hầu hết các nhà đầu tư và Berkshire ngày nay đã đa dạng hóa hơn trước, nhưng sự thực là Buffett vẫn thích duy trì danh mục đầu tư của Berkshire ở mức tập trung tương đối. Để đạt được điều này, ông phải tập trung vào những công ty và cổ phiếu có mức vốn hóa lớn. Xét về lượng tiền mặt mà Buffett đang nắm giữ, thực sự ông chẳng có lựa chọn nào khác!

Buffett thể hiện sở thích thu mua những công ty lớn một cách rất rõ ràng trong các báo cáo thường niên của Berkshire, được phát biểu rõ trong phần "Các tiêu chí thu mua". Vào tháng 5 năm 2007, Buffett nói ông đang tìm cách chi 40 đến 60 tỷ USD vào một vụ thu mua duy nhất. Mặc dù Buffett nổi tiếng là người chống lại việc bán bất cứ thứ gì, nhưng lúc đó ông nói sẽ xem xét bán đi một thứ gì đó để giúp tạo nguồn tài chính cho vụ thu mua này.

CÁC NHÀ GIAO DỊCH TẠO TÍNH THANH KHOẢN

Kết quả đã đủ sức thuyết phục. Giá trị quan trọng hơn so với tăng trưởng, và giá trị có mức vốn hóa nhỏ đánh bại giá trị có mức vốn hóa lớn. Hầu hết các cuộc nghiên cứu về đề tài này có khuynh hướng xác định dài hạn ở mức độ ít nhất là 5 năm. Nhiều chuyên gia cũng nghĩ đến dài hạn theo cách tương tự. Warren Buffett nghĩ dài hạn là 10 năm. Thời gian đầu tư càng dài thì giá trị càng có nhiều khả năng mang lại kết quả vượt trội so với tăng trưởng. Mặc dù ông thể hiện sở thích rõ ràng đối với giá trị hơn là tăng trưởng, nhưng chúng ta cũng đã thấy đôi khi Buffett cũng mua cổ phiếu tăng trưởng. Buffett nhận ra rằng các cổ phiếu tăng trưởng có thể bị định giá thấp khi phân tích bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Hơn nữa, sự thật là cổ phiếu tăng trưởng thực sự mang lại hiệu quả cao hơn cổ phiếu giá trị trong ngắn hạn. Tuy nhiên, những người ủng hộ Buffett thường chỉ trích ý tưởng đầu tư ngắn hạn. Thực tế, các nhà đầu tư giá trị dài hạn thậm chí còn từ chối công nhận những người nghĩ đến ngắn hạn là "nhà đầu tư"(17). Thay vào đó, họ gọi những người này là "người giao dịch"(18).

Có lẽ Warren Buffett là nhà đầu tư dài hạn, mua và nắm giữ thành công nhất, nhưng ông không phải là người duy nhất đề xướng chiến lược đầu tư này. Sáng lập viên quỹ Vanguard Jack Bogle là người ủng hộ nhiệt tình nhất cho ý tưởng đầu tư dài hạn thông qua các quỹ đầu tư. Những nhà đầu tư thành công khác đã áp dụng quan điểm đầu tư dài hạn trên thị trường bao gồm Peter Lynch, người điều hành quỹ Fidelity's Magellan trong hơn 10 năm, và John Templeton, người sáng lập công ty Franklin Templeton Investments.

(17) Investors.

(18) Traders.

Buffett nói rằng thời gian nắm giữ được ông ưa thích là mãi mãi, mặc dù ông cũng tham gia vào một số giao dịch tương đối ngắn hạn. Vậy, sai lầm khi nghĩ về ngắn hạn là gì? Xét cho cùng, các nhà đầu tư ngắn hạn, hay người giao dịch, hoặc bất cứ từ ngữ nào bạn muốn gọi họ, không phải là người xấu. Cũng như tất cả các nhà đầu tư khác trên thị trường, họ cũng đơn thuần là cố gắng kiếm tiền. Sự khác biệt duy nhất là thời gian họ dự định nắm giữ cổ phiếu. Hơn nữa, nỗ lực và quyết tâm của các nhà giao dịch ngắn hạn nhằm đạt mức thu nhập cao hơn thị trường đã mang lại tính thanh khoản quý giá, có lợi cho cả những nhà đầu tư dài hạn. Hãy tưởng tượng thị trường sẽ ra sao nếu tất cả đều là những nhà đầu tư dài hạn. Sẽ có rất ít sự linh hoạt bởi có rất ít cổ phiếu được giao dịch thường xuyên. Khi đó Buffett và những người khác muốn mua cổ phiếu cho dài hạn sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc tìm ra người bán.

Còn những người muốn bán thì sao? Nhiều nhà đầu tư dài hạn cần phải bán cổ phiếu một cách thường xuyên – đặc biệt là sau khi họ nghỉ hưu – nhằm tạo ra ngân quỹ cần thiết để thanh toán các hóa đơn định kỳ. Nếu không có đủ người giao dịch trên thị trường sẵn sàng mua lại cổ phiếu, những người bán cổ phiếu dài hạn sẽ không còn may mắn nữa. Và nếu cổ phiếu không được giao dịch trong vài tuần hoặc thậm chí vài ngày, thì làm sao chúng ta biết được chúng thực sự có giá trị như thế nào? Chúng ta cũng không thể tin tưởng hoàn toàn vào những mức giá tham chiếu cũ rích được. Cổ phiếu của bạn thực sự có giá trị bao nhiêu nếu bạn không thể bán chúng đi một cách nhanh chóng khi cần?

Dù Buffett nghĩ như thế nào về hoạt động đầu tư ngắn hạn như một chiến lược có khả năng thành công, thì ít nhất ông cũng nhìn

nhận sự thanh khoản quý giá mà những người giao dịch ngắn hạn cung cấp cho thị trường. Buffett biết rằng tính thanh khoản mang lại lợi ích cho tất cả những nhà đầu tư tham gia thị trường. Nó cũng có ích đối với các công ty. Xét cho cùng thì nếu nhà đầu tư không thể mua và bán khi họ muốn, thì các công ty sẽ phải đối mặt với mức chi phí tài chính cao hơn nhiều.

TẠI SAO CÁC NHÀ GIAO DỊCH NGẮN HẠN LẠI THÍCH TĂNG TRƯỞNG?

Nên nhớ rằng cách định nghĩa giá trị hoặc tăng trưởng theo truyền thống là tập trung vào các hệ số giá. Những sản phẩm có các hệ số giá thấp được gọi là cổ phiếu giá trị. Những cổ phiếu có các hệ số giá cao là cổ phiếu tăng trưởng. Nhưng có nhiều cách khác để định nghĩa tăng trưởng. Ví dụ, một cổ phiếu tăng trưởng có thể là một cổ phiếu có tốc độ tăng trưởng kỳ vọng cao đối với doanh số hoặc thu nhập. Nó cũng có các hệ số giá cao, nhưng không nhất thiết phải như vậy. Tuy nhiên, khi được định nghĩa theo cách truyền thống, hóa ra là cổ phiếu tăng trưởng thường thể hiện *đà tăng trưởng*(19) cao hơn.

Hiện nay, đà tăng trưởng là một từ khá nặng nề. Đó là vì các nhà đầu tư giá trị rất ghét các *nhà đầu tư theo đà tăng trưởng*(20), thậm chí họ còn bị xem thường hơn cả những *nhà đầu tư tăng trưởng*(21). Bạn có thể đoan chắc rằng Warren Buffett không phải là người ủng hộ cách đầu tư theo đà tăng trưởng. Đáng tiếc là, do từ chối tham gia vào chiến lược đầu tư đã được kiểm chứng qua thời gian, ông và các cổ đông Berkshire đã bị lỡ mất một số cơ hội tuyệt vời trong giai đoạn bùng nổ công nghệ vào những năm 1990.

---

(19) Momentum.

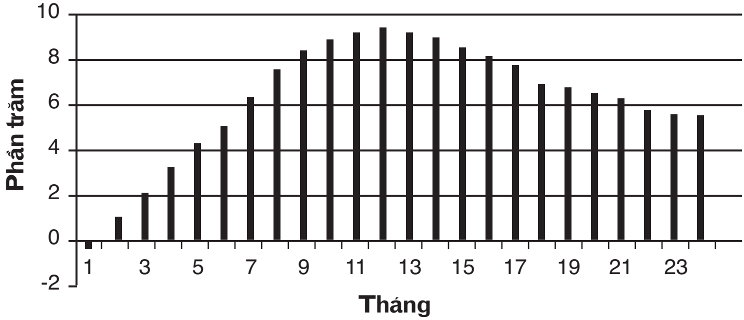
(20) Momentum investors.

(21) Growth investors.

Không nên nhầm lẫn giữa đầu tư theo đà tăng trưởng với đầu tư "lướt sóng" trong ngày. Mặc dù cả hai chiến lược này đều dựa vào câu châm ngôn lâu đời: "Xu hướng là bạn của bạn", nhưng chúng không giống nhau. Sự khác biệt chủ yếu là những người giao dịch "lướt sóng" tìm cách kiếm tiền trong những quãng thời gian cực kỳ ngắn. Họ có thể nắm giữ cổ phiếu của một công ty nào đó chỉ trong vài giờ - thậm chí ngắn hơn. Còn các nhà đầu tư theo đà tăng trưởng tìm kiếm lợi nhuận tốt qua thời gian nắm giữ lâu hơn. Thực tế, họ không có được sự kiên nhẫn của Buffett, nhưng thời gian nắm giữ điển hình của họ nằm trong khoảng từ 6 tháng đến 18 tháng. Trong nhiều trường hợp, quãng thời gian đó đủ dài để cho phép họ tận dụng việc xử lý thu nhập từ vốn dài hạn được nhiều người ưa thích.

Đúng là đầu tư theo đà tăng trưởng có rủi ro cao hơn đầu tư giá trị dài hạn và nó đòi hỏi mức độ giám sát cũng như mức độ giao dịch cao hơn, nhưng cũng có những bằng chứng xác đáng qua kinh nghiệm cho thấy sử dụng chiến lược này có thể là một cách đầu tư mang lại lợi nhuận lớn. Một trong những cuộc nghiên cứu nghiêm túc đầu tiên về đà tăng trưởng đã được Narasimhan Jegadeesh và Sheridan Titman tiến hành. Họ khám phá ra rằng thực ra các nhà đầu tư có thể tạo ra được những khoản lợi tức to lớn bằng cách bán đi những cổ phiếu có hiệu quả kém trong sáu tháng trước đó và mua lại những cổ phiếu có hiệu quả cao trong cùng thời gian này. Những khoản lợi nhuận phát sinh từ việc vận dụng chiến lược này không thể giải thích được bằng yếu tố rủi ro. Hơn nữa, những khoản lợi nhuận ấy đủ lớn để có thể gánh được các chi phí giao dịch. Kết quả cho thấy, chiến lược đầu tư dựa vào đà tăng trưởng có hiệu quả tốt nhất trong khung thời gian 12 tháng. Thực ra, các nhà nghiên cứu khám phá ra rằng đến tháng thứ 24, gần một nửa khoản lợi nhuận đã tích lũy sẽ biến mất (xem hình 3.3).

Hình 3.3: Đỉnh đà tăng giá trong 12 tháng



Hình trên cho thấy các mức thu nhập tích lũy trung bình cho những danh mục duy trì theo dài hạn và ngắn hạn. Các vị trí dài hạn thuộc về những cổ phiếu thể hiện đà tăng giá dương trong sáu tháng trước đó. Các vị trí ngắn hạn thuộc về những cổ phiếu có đà tăng giá âm. Chiến lược này tạo ra những khoản lợi nhuận đạt đỉnh cao trong khoảng thời gian 12 tháng.

Một vài năm sau, Jegadeesh kết hợp cùng với hai nhà kinh tế khác, Louis Chan và Josef Lakonishok, để tiến hành và công bố một nghiên cứu khác về đà tăng trưởng với tính chất toàn diện hơn. Một trong những khám phá thú vị hơn của họ là những cổ phiếu có hiệu quả nhất theo chiến lược đà tăng trưởng này cũng là những cổ phiếu mà các nhà lý thuyết truyền thống định nghĩa là cổ phiếu tăng trưởng. Nói cách khác, những cổ phiếu có hiệu quả cao nhất là những cổ phiếu có tỷ số P/B cao nhất. Hóa ra, chúng cũng là những cổ phiếu mang lại chỉ số SUE cao nhất.

Chỉ số SUE được viết tắt từ tiếng Anh *Standardized Unexpected Earnings (Thu nhập Kỳ vọng Quy chuẩn)*. Đây là cách rất phù hợp để xác định tầm quan trọng mà nhà đầu tư nên gán cho những khoản thu nhập đáng ngạc nhiên. Chỉ số SUE được định nghĩa là sự chênh lệch giữa thu nhập trên cổ phần (EPS) thực sự của công ty và mức

ước tính thống nhất được chia bằng độ lệch chuẩn của tất cả những ước tính của các nhà phân tích. Nếu các nhà phân tích có sự đồng thuận lớn về mức thu nhập kỳ vọng của công ty, thì độ lệch chuẩn sẽ rất nhỏ. Trong trường hợp này, công ty sẽ thành công lớn nếu có thu nhập thấp hơn mức ước tính thống nhất một hoặc hai xu[22]. Chỉ số SUE sẽ lớn (nhưng âm) bởi vì mẫu số nhỏ. Việc không hoàn thành kế hoạch thu nhập khá nhỏ có thể dẫn đến việc cổ phiếu bị bán tháo.

Ngược lại, nếu các nhà phân tích không thể thống nhất được mức thu nhập mà công ty có thể đạt được và sự ước tính của họ chênh lệch rất lớn, thì độ lệch chuẩn sẽ lớn. Khi điều này xảy ra, sẽ chẳng có gì ngạc nhiên nếu thu nhập trên cổ phần (EPS) thực sự chênh lệch so với mức ước tính thống nhất chỉ vài xu. SUE sẽ nhỏ vì mẫu số lớn hơn. Giá cổ phiếu sẽ không phản ứng dữ dội so với trường hợp trên.

Nhiều nhà đầu tư không quen với chỉ số SUE bởi nó thường không được tính sẵn trên những trang web tài chính mà họ thường truy cập. Tuy nhiên, nhiều nhà đầu tư chuyên nghiệp rất thích chỉ số này và sẵn sàng trả nhiều tiền để có thông tin này.

Chắc hẳn Warren Buffett cũng biết tất cả về chỉ số SUE. Tuy nhiên, Buffett cực lực chỉ trích những thước đo tập trung vào thu nhập hàng quý. Ông nghĩ rằng các nhà quản lý đã dành quá nhiều thời gian để suy nghĩ về những kết quả ngắn hạn và không đủ thời gian suy nghĩ về chiến lược hoạt động trong dài hạn. Chúng ta sẽ thấy trong Chương 10 rằng nếu làm theo Buffett thì các tập đoàn sẽ chấm dứt việc cung cấp những báo cáo hướng dẫn thu nhập hàng quý rất quan trọng.

Buffett có thể bỏ qua nó, nhưng nhiều nhà đầu tư chuyên

(22) 1 USD = 100 cents (xu).

nghiệp chú ý rất nhiều đến chỉ số SUE. Thú vị thay, những bằng chứng học thuật chỉ ra rằng họ đúng khi làm như vậy. Điều cơ bản là các cổ phiếu thể hiện đà tăng trưởng, và cổ phiếu tăng trưởng nào có chỉ số SUE lớn nhất sẽ thể hiện đà tăng trưởng lớn nhất. Tuy nhiên, cũng như bất cứ chiến lược đầu tư nào khác, bao gồm cả chiến lược của Buffett, đầu tư theo đà tăng trưởng chỉ có hiệu quả trung bình. Nó chắc chắn không có hiệu quả trong từng trường hợp đơn lẻ. Không thể nghi ngờ rằng trọng tâm mua và nắm giữ cổ phiếu dài hạn của Buffett đã mang lại những lợi ích rất lớn cho Berkshire Hathaway và các cổ đông. Nhưng cách thức của Buffett không phải là cách đầu tư duy nhất mang lại lợi nhuận. Thực tế, việc Buffett từ chối xem xét những chiến lược thay thế nhiều khi đã làm cho tập đoàn của ông lỡ nhiều cơ hội tốt.

ĐẦU TƯ THEO ĐÀ TĂNG TRƯỞNG VÀ BONG BÓNG DOT-COM

Các giao dịch "lướt sóng" trong ngày diễn ra khá phổ biến trong thời kỳ bùng nổ công nghệ vào cuối thập niên 1990. Nhưng nó nhanh chóng đánh mất sự hấp dẫn khi bong bóng dot-com nổ tung và tất cả các loại cổ phiếu sụt giảm mạnh. Tất nhiên, ngành công nghệ, nơi phần lớn sự quan tâm hướng vào đó, chính là khu vực chịu mất mát nhiều hơn cả. Chắc hẳn sự thật này đã mang lại cho Buffett ít nhiều thỏa mãn. Suy cho cùng, ông đã không ngừng bị chỉ trích bởi rất nhiều người vì đã bỏ lỡ làn sóng công nghệ. Nhưng một khi sự bùng nổ chấm dứt, phương pháp giá trị dài hạn của ông lại một lần nữa trở thành khuynh hướng được ưa thích. Thực tế, giá cổ phiếu Berkshire Hathaway rớt mạnh năm 1999 và bắt đầu tăng vọt lại năm

2000 trong khi phần còn lại của thị trường rơi vào giai đoạn bán tháo kéo dài.

Nhiều nhà đầu tư giá trị hỉ hả khi nhìn thấy bong bóng dot-com nổ tung. Trên hết, tất cả đều luôn nói rằng: "Đừng nhầm lẫn trí tuệ với thị trường giá lên". Mặc dù đầu tư theo đà tăng trưởng không giống như các giao dịch "lướt sóng" trong ngày, nhưng những người áp dụng chiến lược đà tăng trưởng vào cuối thập niên 1990 và mua những cổ phiếu có mức tăng trưởng cao với chỉ số SUE lớn trước khi chúng không còn được ưa thích đã gánh chịu những khoản lỗ khổng lồ. Điều này không có gì ngạc nhiên. Xét cho cùng, cũng như tất cả mọi chiến lược đầu tư khác, đầu tư theo đà tăng trưởng chỉ có hiệu quả ở mức trung bình – không phải lúc nào cũng tốt. Có nghĩa là, không có chiến lược đầu tư nào hoàn hảo cả. Ngay cả đầu tư giá trị cũng không đảm bảo mang lại hiệu quả cao.

Tuy có những khoản lỗ, không nên đánh giá đầu tư theo đà tăng trưởng một cách quá gay gắt. Bạn có thể ngạc nhiên khi biết rằng chiến lược đà tăng trưởng chặt chẽ lẽ ra đã trở nên có lợi nhuận trở lại sau khi bong bóng dot-com bị nổ tung. Điều này là do một vài tháng sau khi bán tháo, phương pháp đà tăng trưởng đã nhắc nhở các nhà đầu tư cần bán đi chính những cổ phiếu công nghệ đang lao dốc. Do những cổ phiếu này tiếp tục lao dốc đến hết năm 2002 nên lợi nhuận thu được từ việc bán sớm chúng là rất lớn.

Tuy nhiên, không thể chối cãi rằng đầu tư theo đà tăng trưởng đòi hỏi phải làm việc nhiều hơn và làm cho nhà đầu tư gặp nhiều rủi ro hơn phương pháp giá trị đơn giản của Buffett, tức mua và nắm giữ cổ phiếu dài hạn. Như đã nêu, đầu tư theo đà tăng trưởng đòi hỏi sự giám sát không ngừng và xoay vòng cổ phiếu nhanh. Sự giao

dịch với cường độ lớn hơn dẫn đến việc công nhận mức thu nhập từ vốn thường xuyên hơn và nghĩa vụ thuế gắn liền với nó, cũng như chi phí giao dịch tăng cao hơn. Tuy nhiên, nhờ mạng Internet, chi phí giao dịch ngày nay có thể duy trì ở mức rất thấp. Những ngày tháng mà bạn phải chi hơn 100 USD tiền hoa hồng cho người môi giới chứng khoán chuyên nghiệp chỉ để thực hiện một giao dịch đơn giản nay đã qua rồi. Giờ đây, nhiều công ty môi giới chứng khoán trên mạng tính tiền không đầy 10 USD cho một giao dịch, hầu như bất kể lượng cổ phiếu được mua hoặc bán. Một công ty lớn thậm chí đã bắt đầu quảng cáo về những giao dịch miễn phí môi giới.

Tóm lại, đầu tư theo đà tăng trưởng không dành cho tất cả mọi người. Dĩ nhiên nó cũng không dành cho Warren Buffett, và có thể không thích hợp đối với bạn. Tuy nhiên, sẽ sai lầm khi tin rằng chỉ có những nhà đầu tư giá trị mới kiếm được tiền. Một sai lầm khác là cho rằng đầu tư giá trị luôn vượt trội hơn so với những chiến lược đầu tư khác, bao gồm cả phương pháp dựa vào đà tăng trưởng. Giá trị chắc chắn vượt trội so với tăng trưởng xét trong dài hạn, nhưng có rất nhiều bằng chứng cho thấy tăng trưởng và đà tăng trưởng có hiệu quả hơn so với chiến lược mua và nắm giữ hướng vào giá trị trong những khung thời gian ngắn hơn.

Phương pháp giá trị dài hạn của Buffett dễ hiểu và thậm chí rất dễ thực hiện bởi nó không đòi hỏi nhiều nỗ lực. Thậm chí bạn có thể gọi đó là phương pháp tiếp cận đầu tư dành cho người lười biếng. Những người theo chiến lược giá trị chỉ cần mua một danh mục cổ phiếu rồi bỏ đi tắm biển hoặc chơi golf và tận hưởng cuộc sống. Thực chất, đầu tư giá trị có thể mang lại lợi nhuận rất lớn.

Nhưng đầu tư theo đà tăng trưởng cũng có thể mang lại lợi

nhuận lớn. Phương pháp này không dễ hiểu như phương pháp đầu tư giá trị, và việc thực thi cũng khó hơn. Nó đòi hỏi bạn phải bỏ ra nhiều công sức hơn. Tuy nhiên, không giống như giao dịch "lướt sóng", đầu tư theo đà tăng trưởng không buộc bạn phải luôn dán mắt vào màn hình máy tính suốt ngày.

Tuy nhiên, phương pháp đầu tư tốt nhất dành cho bạn do bạn quyết định. Nó tùy thuộc vào mục tiêu mà bạn đang cố gắng hoàn thành. Nếu bạn là một nhà đầu tư kiên nhẫn với khung thời gian đầu tư dài hạn và bạn không thích phải giám sát các hạng mục đầu tư của mình quá thường xuyên, thì phương pháp đầu tư giá trị dài hạn của Buffett chính là cách tốt nhất. Nhưng nếu bạn muốn nhìn thấy thu nhập tăng lên nhanh hơn và có thể chịu được rủi ro nhiều hơn, và nếu bạn sẵn sàng dành nhiều thời gian để giám sát các khoản đầu tư của mình, thì phương pháp đầu tư đà tăng trưởng sẽ làm bạn hài lòng hơn. Dù bạn chọn bất cứ phương pháp nào, thì ít nhất bạn cũng cần nhận thức được phương pháp nào có hiệu quả - và phương pháp nào không hiệu quả - trong dài hạn cũng như ngắn hạn. Chỉ biết được một nửa câu chuyện có thể dẫn đến những kỳ vọng phi thực tế, thậm chí nó có thể làm cho một nhà đầu tư có ý định tốt gặp phải những rắc rối khó giải quyết.

TÓM TẮT CHƯƠNG 3

- Buffett là nhà đầu tư dài hạn. Nếu ông buộc phải chọn một cách chặt chẽ giữa giá trị và tăng trưởng, chắc hẳn ông sẽ nghiêng về giá trị. Các bằng chứng thực nghiệm cho thấy ông đúng khi làm như vậy. Những cổ phiếu giá trị sẽ vượt trội so với những cổ phiếu tăng trưởng trong dài hạn. Một cuộc nghiên cứu đã khám phá ra rằng với thời gian nắm giữ 10 năm, cổ phiếu giá trị mang lại hiệu quả cao hơn cổ phiếu tăng trưởng hơn ba lần. *Nếu bạn muốn mua cổ phiếu và nắm giữ dài hạn, hãy hướng danh mục đầu tư của mình về các cổ phiếu giá trị và tránh xa những cổ phiếu tăng trưởng.*

- Do Berkshire Hathaway đã phát triển quá lớn, Buffett buộc phải chọn những cổ phiếu và công ty có giá trị vốn hóa lớn để đầu tư. Tuy nhiên, nghiên cứu cho thấy cổ phiếu của các công ty có giá trị vốn hóa nhỏ tỏ ra vượt trội hơn các cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn trong dài hạn. *Những người mua và nắm giữ cổ phiếu dài hạn nên hướng danh mục đầu tư của mình về các cổ phiếu có giá trị vốn hóa nhỏ.*

- Các nghiên cứu cũng chứng minh cổ phiếu thể hiện đà tăng trưởng. Những cổ phiếu trong quá khứ gần có hiệu quả tốt thường có khuynh hướng tiếp tục có hiệu quả cao trong tương lai gần. Những cổ phiếu có hiệu quả thấp trong quá khứ gần cũng có khuynh hướng kém hiệu quả trong tương lai gần. Đà tăng trưởng có vẻ duy trì trong khoảng thời gian 12 tháng. Ngoài ra, những cổ phiếu tăng trưởng có mức thu nhập ngoài kỳ vọng lớn nhất cũng thể hiện mức độ đà tăng trưởng lớn nhất. Việc Buffett từ chối xem xét đầu tư theo đà tăng trưởng

đã làm cho các cổ đông của ông mất mát nhiều trong thời kỳ bùng nổ công nghệ của thập niên 1990. Song, điều này góp phần cách ly họ khỏi làn sóng bán tháo cổ phiếu bắt đầu từ năm 2000. *Mặc dù cổ phiếu giá trị thể hiện sự vượt trội hơn cổ phiếu tăng trưởng trong dài hạn, nhưng rõ ràng cổ phiếu tăng trưởng mang lại kết quả tốt hơn cổ phiếu giá trị trong những kỳ hạn đầu tư ngắn hơn. Các nhà đầu tư tìm kiếm thu nhập lớn hơn trong kỳ hạn đầu tư ngắn hơn nên tập trung vào những cổ phiếu tăng trưởng có đà tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, họ cần nhận thức rằng chiến lược này cũng gắn liền với rủi ro lớn hơn.*

- Trọng tâm hướng vào dài hạn của Buffett giúp ông giảm chi phí giao dịch và thuế. Đầu tư theo đà tăng trưởng đòi hỏi nhiều nỗ lực giám sát, tần suất giao dịch cao và dẫn đến mức thuế lớn hơn. *Những người theo phương pháp mua và nắm giữ cổ phiếu dài hạn có thể dành nhiều thời gian để hưởng thụ cuộc sống hơn. Những người thiên về phương pháp đầu tư theo đà tăng trưởng phải làm việc chăm chỉ hơn và họ cũng phải gánh chịu chi phí cao hơn.*

4
ĐỪNG BAO GIỜ KẾT HÔN VỚI CỔ PHIẾU

Bất kể mức giá bao nhiêu, chúng tôi hoàn toàn không quan tâm đến việc bán bất cứ doanh nghiệp nào làm ăn hiệu quả mà Berkshire đang sở hữu. Chúng tôi cũng rất ngần ngại khi bán bất cứ doanh nghiệp kém cỏi nào miễn là chúng tôi vẫn còn kỳ vọng nó có thể tạo ra ít nhất một khoản thu nhập nào đó, và miễn là chúng tôi cảm thấy các nhà quản lý và quan hệ lao động của nó vẫn tốt đẹp.

- Warren Buffett

Khi bạn hỏi các nhà đầu tư về Warren Buffett, bạn sẽ nghe thấy những câu nói đại loại như: "Buffett là một thiên tài!", "Buffett là nhà đầu tư vĩ đại nhất của mọi thời đại!". Cũng có người bảo ông là nhà chọn cổ phiếu vĩ đại.

Tuy nhiên, Buffett có lẽ sẽ không đồng tình với những nhận xét đó – ít nhất là với những người nói ông là người chọn cổ phiếu giỏi. Điều này không phải vì sự lựa chọn cổ phiếu của ông không tốt. Thực ra, những lựa chọn của ông rất xuất sắc. Sự phản đối của ông cũng không liên quan gì đến tính khiêm nhường của ông, vốn được nhìn nhận rộng rãi. Lý do thực sự mà Buffett không tán đồng đơn

giản là vì ông không tin rằng việc lựa chọn cổ phiếu có liên hệ lớn đến đầu tư. Trên thực tế, Buffett tin rằng hoạt động đầu tư thực sự chỉ liên quan đến việc mua bán doanh nghiệp, chứ không phải chỉ ở việc lựa chọn cổ phiếu của doanh nghiệp đó.

BUFFETT "KẾT HÔN" VỚI DOANH NGHIỆP

Kết hôn là một sự ràng buộc quan trọng. Tình yêu là điều kiện cần thiết để tạo ra cuộc hôn nhân bền vững, nhưng tình yêu không phải là yếu tố duy nhất. Cần phải có thêm nhiều điều kiện thuận lợi khác nữa. Trước khi cùng nhau bước lên sân khấu, bạn cần phải tìm hiểu càng nhiều càng tốt về người mà bạn sắp cưới. Sự tương hợp, tin cậy, thân thế gia đình, giáo dục, tôn giáo, sự trưởng thành, nghề nghiệp và điều kiện tài chính – tất cả đều cần phải được xem xét. Suy cho cùng thì hôn nhân đòi hỏi một ràng buộc lâu dài. Trong khi chẳng có gì đảm bảo và bạn không bao giờ có thể đoan chắc 100% mình sẽ thành công.

Hơn nữa, một khi bạn đã quyết định ràng buộc vào một cuộc hôn nhân, bạn không thể hủy bỏ nó một cách dễ dàng chỉ vì một khuôn mặt dễ thương hơn xuất hiện. Bạn không thể chấm dứt ngay chỉ vì bạn gặp phải một số bất đồng. Tất nhiên, nếu có những khác biệt cơ bản và không thể dung hòa xuất hiện một cách tuyệt đối rõ ràng thì chia tay là một lựa chọn có thể nghĩ đến. Nhưng điều đó sẽ rất rắc rối và tốn kém. Bạn đừng bao giờ quyết định một cách khinh suất và đó chỉ là biện pháp cuối cùng. Bạn đừng để ý nghĩ này xuất hiện trong tâm trí mình khi bạn đang suy nghĩ một cách nghiêm túc về việc kết hôn.

Trong tâm trí của Warren Buffett, mua lại một doanh nghiệp

cũng giống như kết hôn. Tất nhiên, điều khác biệt là trong khi ông chỉ có thể cưới một người thì ông có thể sở hữu vô số doanh nghiệp, miễn là ông có đủ tiền mua chúng. Nhưng trong mọi trường hợp, khi Buffett mua lại một doanh nghiệp, ông biết mình đang có một sự ràng buộc quan trọng. Đây là lý do tại sao ông cố gắng chỉ mua lại những doanh nghiệp tốt mà ông dự định sẽ nắm giữ trong dài hạn. Tất cả những người yêu thích Buffett nghiêm túc đều biết rằng đây là một phần trong sự thú vị của ông.

Thực ra, Buffett thường phân biệt rất rõ việc mua lại doanh nghiệp và mua cổ phiếu. Ông khuyên các nhà đầu tư suy nghĩ như những người mua lại doanh nghiệp, chứ không phải như những người mua bán cổ phiếu ngắn hạn. Ông cũng tin rằng nhà đầu tư nên gắn bó với những doanh nghiệp tốt thậm chí khi họ đang gặp khó khăn, cũng giống như họ gắn bó với một cuộc hôn nhân khi tốt đẹp cũng như lúc khó khăn. Tương tự, Buffett nói ông sẽ không bán một doanh nghiệp tốt chỉ đơn giản bởi vì ông có thể nhận được một cái giá lớn hơn giá trị nội tại nhiều lần. Tuy nhiên, điều đáng ngạc nhiên nhất có lẽ là thái độ của ông đối với các doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả mà ông hiện đang sở hữu. Ông sẽ không rót thêm tiền vào những doanh nghiệp này và ông có thể hối tiếc vì mình đã mua chúng, nhưng ông cũng hết sức miễn cưỡng trong việc bán chúng đi. Ông phát biểu điều này rất rõ ràng qua Nguyên tắc số 11 trong "Cẩm nang Chủ sở hữu"[23] trong báo cáo thường niên của Berkshire:

Các bạn nên nhận thức đầy đủ về một thái độ mà Charlie và tôi cùng chia sẻ nhưng có thể ảnh hưởng xấu đến hiệu quả tài chính của chúng ta: Bất kể mức giá là bao nhiêu, chúng tôi

---

(23) Owner's Manual.

hoàn toàn không quan tâm đến việc bán bất cứ doanh nghiệp nào đang làm ăn hiệu quả mà Berkshire sở hữu. Chúng tôi cũng rất ngần ngại khi bán bất cứ doanh nghiệp kém cỏi nào miễn là chúng tôi vẫn còn hy vọng nó có thể tạo ra ít nhất một khoản thu nhập và miễn là chúng tôi cảm thấy các nhà quản lý và mối quan hệ lao động bên trong nó vẫn tốt đẹp. Chúng tôi hy vọng không lặp lại những sai lầm trong hoạt động phân bổ vốn có thể dẫn chúng ta đến với những doanh nghiệp kém hiệu quả như vậy. Và chúng ta sẽ phản ứng một cách hết sức cẩn trọng với những đề xuất rằng các doanh nghiệp hoạt động kém của chúng ta có thể được khôi phục về mức lợi nhuận đạt yêu cầu bằng những khoản chi tiêu vốn lớn. (Những dự báo sẽ rất to tát, và người chủ xướng cũng thành thật, nhưng cuối cùng, các khoản đầu tư lớn bổ sung vào một ngành tệ hại sẽ chỉ mang lại những kết quả tương tự như việc vùng vẫy trong một vùng cát lún mà thôi). Tuy nhiên, hành vi quản trị nhẫn tâm (loại bỏ doanh nghiệp ít hứa hẹn nhất sau mỗi thời kỳ) lại không phải là phong cách của chúng tôi. Chúng tôi thà nhận kết quả tổng hợp bị ảnh hưởng một chút còn hơn là thực hiện những hành động như thế.

Đây là điều rất thú vị đối với các chuyên gia đầu tư bởi việc không bán các doanh nghiệp yếu kém không được xem là quyết định hợp lý. Nó trái ngược hoàn toàn với nguyên tắc tối đa hóa tài sản. Một nhà đầu tư có lý trí sẽ cảm thấy phấn khích nếu bán được một thứ gì đó ở mức cao hơn giá trị thực của nó. Anh ta cũng sẽ cảm thấy hạnh phúc khi thoát được một điều gì đó không mang lại thu nhập phù hợp. Điều đáng ngạc nhiên là Buffett hoàn toàn nhận thức được điều này và thẳng thắn thừa nhận rằng các chính sách của ông có

ảnh hưởng không tốt đến cổ đông của mình. Nhưng đồng thời, có lẽ không có cá nhân đơn độc nào trong lịch sử hoạt động đầu tư có thể làm một công việc tốt hơn Warren Buffett trong việc tối đa hóa tài sản của cổ đông trong dài hạn.

Điều gì giải thích cho hành vi có vẻ phi lý trí này? Đó là do sự phân biệt của Buffett giữa việc mua doanh nghiệp và mua cổ phiếu. Hầu hết những nhà đầu tư không thực sự cảm nhận được sự khác biệt then chốt này. Hành vi đó nghe có vẻ bất hợp lý, vì rằng để sở hữu doanh nghiệp, bạn phải thu gom cổ phiếu của nó. Nắm cổ phiếu là nắm vốn cổ phần. Ai sở hữu vốn đa số cổ phần, người đó sở hữu doanh nghiệp.

Nhưng trong tâm trí của Buffett, sự khác biệt liên quan đến sự cam kết. Mua lại doanh nghiệp đòi hỏi phải có sự cam kết nghiêm túc. Mua cổ phiếu không cần sự cam kết nhiều. Đây là một cách cảm nhận sự khác biệt. Nếu khoản đầu tư của bạn vào một doanh nghiệp đại diện cho một phần lớn tài sản ròng của bạn, dù bạn mua lại toàn bộ doanh nghiệp hoặc chỉ một phần nhỏ của nó, bạn sẽ tập trung hết sức và ràng buộc với thành công của doanh nghiệp đó. Trái lại, nếu phần vốn sở hữu của bạn chỉ chiếm một phần nhỏ trong tài sản ròng của bạn, mức độ cam kết của bạn sẽ không nghiêm túc bằng. Nếu bạn không hài lòng với cách thức công việc diễn tiến, bạn chỉ cần chấp nhận thua lỗ, bán tháo và thoát ra. Thậm chí bạn còn có thể nhận được lợi ích từ thuế khá tốt khi bạn bán nó đi.

Berkshire Hathaway có thói quen mua lại toàn bộ doanh nghiệp – hoặc ít nhất cũng là một phần chiếm tỷ lệ lớn trong doanh nghiệp đó. Buffett nói rằng thậm chí nếu bạn không có đủ tiền để làm như vậy, thì ít nhất bạn cũng nên nghĩ rằng mình là người mua lại doanh

nghiệp, chứ không phải người mua cổ phiếu. Bạn nên nhận thấy rằng mình đang đầu tư tiền vốn thực; và trước khi đầu tư bất cứ khoản tiền nào, một người mua doanh nghiệp trước hết sẽ tiến hành một số hoạt động nghiên cứu – trong đầu tư thường được gọi là "sự chú tâm xác đáng"[24]. Hơn nữa, một người mua doanh nghiệp thông minh sẽ không đầu tư vốn với ý định chuyển chủ sở hữu trong thời gian ngắn. Thực ra, Buffett nói rằng khi ông quyết định đầu tư, thậm chí ông không nghĩ đến chiến lược thoát ra[25]. Nhưng ngay cả những người mua doanh nghiệp có sẵn một chiến lược thoát ra rõ ràng trong kế hoạch của mình cũng có ý định gắn bó với nó trong ít nhất cũng một vài năm.

Cũng như khi bạn kết hôn, trước khi mua doanh nghiệp, bạn nên tìm hiểu càng nhiều càng tốt về doanh nghiệp. Nó sản xuất sản phẩm gì, dịch vụ gì? Ai là khách hàng và nhà cung cấp quan trọng nhất của nó? Thị trường của nó lớn đến mức nào? Thị trường này đang tăng trưởng hay đình trệ? Thị phần của công ty lớn đến mức nào? Bộ máy quản lý có năng lực, đáng tin cậy, và sẵn sàng ở lại điều hành doanh nghiệp sau khi bạn mua nó không? Những nhân viên chính là ai? Họ có tài năng, có hài lòng với công việc và trung thành với công ty không? Công ty có tình hình tài chính ổn định không, hay nó đang có những khoản nợ quá khả năng chi trả? Đâu là những thước đo chính của ngành này? Tỷ suất lợi nhuận, thu nhập trên vốn chủ sở hữu và giá trị sổ sách ra sao?

Đây là những câu hỏi thường xuất hiện trong tâm trí Buffett, bởi khi ông ra một quyết định đầu tư, ông thường cam kết bằng một số tiền rất lớn. Buffett sẽ nắm giữ doanh nghiệp trong dài hạn. Câu trả lời cho những câu hỏi này không có ý nghĩa gì nhiều đối với

(24) Due diligence.
(25) Exit strategy.

những người chỉ nghĩ đến một giao dịch theo kiểu "lướt sóng", nhưng chúng rất quan trọng đối với các nhà đầu tư dài hạn. Cũng như trong hôn nhân, những người mua lại doanh nghiệp thường có kế hoạch gắn bó với doanh nghiệp trong một mối quan hệ khó có thể tháo gỡ được.

Khi bạn ra quyết định đầu tư và bạn suy nghĩ như một người mua doanh nghiệp, bạn nhận thấy rằng mình đang trở thành chủ sở hữu với ý nghĩa thực sự của nó. Một người mua doanh nghiệp (trái với một người giao dịch cổ phiếu) sẽ không cắt đứt và tháo chạy chỉ vì thu nhập có vẻ không đạt mức kỳ vọng trong quý và cổ phiếu có thể sẽ mất một vài điểm. Tương tự, một người mua doanh nghiệp sẽ không bán và nhanh chóng hiện thực hóa lợi nhuận chỉ bởi vì giá cổ phiếu bất ngờ tăng vọt với tốc độ nhanh hơn kỳ vọng ban đầu. Đây là lý do tại sao Buffett nói ông không bán một doanh nghiệp tốt nào dù thậm chí ông nhận được nhiều tiền hơn giá trị thực của nó, cũng là lý do tại sao ông không bán đi một doanh nghiệp làm ăn không hiệu quả miễn là nó còn có khả năng tạo ra thu nhập, dù nhỏ.

HẦU HẾT CÁC NHÀ ĐẦU TƯ ĐỀU "HẸN HÒ" VỚI CỔ PHIẾU

Hẹn hò rất khác so với hôn nhân. Bạn có thể nghĩ rằng bạn đang yêu, nhưng bạn không thực sự chắc chắn về điều này. Các bạn muốn dành một ít thời gian ở cùng với nhau, tìm hiểu nhau, nhưng không nhất thiết phải quan tâm đến mối quan hệ lâu dài. Bạn sẵn sàng chấp nhận một số trách nhiệm, nhưng bạn chưa sẵn sàng cho một cam kết lớn và lâu dài. Quan trọng nhất là bạn vẫn muốn để ngỏ các phương án lựa chọn của mình phòng khi xuất hiện đối tượng khác tốt hơn.

Nếu chỉ hẹn hò, bạn sẽ dễ dàng hơn rất nhiều để chia tay nếu mọi việc không diễn tiến tốt đẹp.

Nếu người mua lại doanh nghiệp nghĩ đến hôn nhân, thì người mua cổ phiếu chỉ nghĩ đến hẹn hò. Thật ra, có một câu châm ngôn ở Phố Wall rằng: "Đừng bao giờ kết hôn với cổ phiếu.(26)" Những người mua cổ phiếu luôn giữ trong đầu mình câu châm ngôn đầy "hương vị đầu tư" này.

Người mua cổ phiếu không sẵn sàng đưa ra sự cam kết mạnh mẽ mà những người mua doanh nghiệp thường thể hiện; và mua cổ phiếu, trái với mua doanh nghiệp, có liên quan chủ yếu đến sự giao dịch. Người mua cổ phiếu thường không sẵn sàng mạo hiểm với một khoản vốn lớn trong bất kỳ giao dịch đơn lẻ nào, và họ gần như chắc chắn không nghĩ đến việc nắm giữ hạng mục đầu tư đó một cách vĩnh viễn. Người mua cổ phiếu thường rất vui mừng bán cổ phiếu đi ngay khi cơ hội tốt đến với họ. Buffett có thể phản đối, nhưng sự thật là nhà đầu tư trung bình phải suy nghĩ theo cách của người mua cổ phiếu hơn là người mua doanh nghiệp. Xét cho cùng, nhà đầu tư trung bình chỉ có đủ tiền để mua vài trăm hay vài ngàn cổ phiếu của một doanh nghiệp. Điều đó không đủ mang lại cho nhà đầu tư khả năng gây ảnh hưởng đến việc điều hành doanh nghiệp mà những người mua doanh nghiệp như Buffett có thể làm được. Hơn nữa, nhà đầu tư trung bình có thể không đủ khả năng để duy trì lựa chọn của mình qua những giai đoạn khó khăn kéo dài của doanh nghiệp.

Khi mua cổ phiếu thay vì mua doanh nghiệp, giá cả là một trong những yếu tố quan trọng nhất cần xem xét. Rõ ràng, tốt nhất là mua được giá thấp, nhưng một người mua cổ phiếu cũng không phản đối việc mua giá cao và bán với giá cao hơn nữa. Tất cả những

(26) Never marry a stock.

yếu tố thực sự quan trọng cần quan tâm khi mua một doanh nghiệp cho dài hạn, như thị phần, chất lượng bộ máy quản lý, tỷ suất lợi nhuận, thu nhập trên vốn chủ sở hữu thường không quan trọng khi mua cổ phiếu trong ngắn hạn. Tuy việc nắm vững các yếu tố căn bản này lúc nào cũng là điều nên làm, nhưng chúng sẽ không thúc đẩy hoặc ngăn chặn quyết định đầu tư của bạn.

Một người mua cổ phiếu biết rằng nếu một cổ phiếu đang được bán dưới giá trị nội tại, thì nó trở thành một ứng viên sáng giá để bạn mua lại. Thậm chí Buffett cũng tán thành điều này. Tuy nhiên, những người mua cổ phiếu thay vì mua doanh nghiệp cũng đang suy nghĩ về việc bán nó đi. Hãy nhớ Buffett không có chiến lược thoát ra. Tuy nhiên, đối với người mua cổ phiếu, việc thoát ra cũng quan trọng không kém việc mua vào. Người mua cổ phiếu biết rằng nếu cổ phiếu có thể bị định giá thấp thì chúng cũng có thể được định giá cao. Họ biết nếu mua những cổ phiếu bị định giá thấp là điều có ý nghĩa lớn thì nó cũng có ý nghĩa tương tự khi bán những cổ phiếu được định giá cao. Buffett cũng biết điều này. Nhưng Buffett thích "kết hôn" hơn. Ông không thích bán. Như chúng ta đã biết từ đầu chương, Buffett nói rằng ông sẽ không bán đi một doanh nghiệp tốt thậm chí nếu ông nhận được nhiều tiền hơn giá trị thực của nó. Nhưng những người mua cổ phiếu thường sẵn sàng bán đi – đặc biệt là khi họ thấy rõ ràng mức giá mà họ nhận được cao hơn so với giá trị thực của cổ phiếu. Xét cho cùng, tại sao họ lại nắm giữ cổ phiếu được định giá cao trong khi có vô số những cổ phiếu bị định giá thấp mà họ có thể mua lại?

TẤT CẢ ĐỀU LIÊN QUAN ĐẾN SỰ KIỂM SOÁT

Thông qua Berkshire, khi Buffett mua lại một doanh nghiệp, ông thường mua toàn bộ doanh nghiệp. Ngay cả khi ông chỉ mua cổ phần trong một công ty đại chúng được giao dịch công khai trên sàn chứng khoán, ông cũng mua với tỷ lệ khá lớn để Berkshire cuối cùng trở thành một trong những cổ đông lớn nhất của doanh nghiệp đó. Khi Berkshire tiến hành đầu tư, ngay lập tức nó thu hút sự chú ý của công chúng.

Một khi Berkshire mua lại toàn bộ doanh nghiệp, nó sẽ nắm quyền kiểm soát hoàn toàn doanh nghiệp đó. Buffett thường nói rằng ông sẽ không bảo các nhà quản lý giỏi của doanh nghiệp đó phải làm điều gì theo ý ông cả. Thật ra, một lý do mà ông thích mua những công ty được quản lý bài bản đó là ông không thích tham gia vào những hoạt động thường ngày của công ty. Ông thích để những người hiểu doanh nghiệp điều hành nó với hiệu quả cao nhất. Tuy nhiên, vẫn có một điểm khác biệt rất lớn giữa Buffett và hầu hết những người khác. Do quyền sở hữu của Buffett thường quá lớn nên ông có thể tham gia với mức độ rất lớn vào các quyết định quản trị, nếu muốn. Nếu Buffett không thích cách điều hành công ty, ông sẽ có phương án can thiệp và tiến hành những sự thay đổi cần thiết. Tương tự, nếu ông thấy kế hoạch kinh doanh của công ty không khả thi, ông sẽ chỉnh sửa nó lại. Nếu ông không nhìn thấy sự tin cậy ở các nhà quản lý công ty, ông có thể sa thải họ và đưa vào một đội ngũ quản lý mới. Đây là điều mà các nhà đầu tư trung bình không cách nào làm được. Buffett có thể không làm như vậy thường xuyên, nhưng ông áp dụng một phương pháp tiếp cận chủ động trong một số trường hợp ông cho là cần thiết.

Ở Chương 6, các bạn sẽ thấy ông triển khai các thay đổi khi xử lý vấn đề của General Re. Thậm chí ông sẵn sàng đảm nhiệm chức vụ giám đốc điều hành của Salomon Inc. để cứu công ty này. Tỷ lệ sở hữu vốn lớn của Berkshire trong các công ty đại chúng cũng cho phép Buffett ngồi vào hội đồng quản trị. Thực tế, ông có chức vụ trong hội đồng quản trị của hơn 20 công ty khác nhau. Điều cơ bản là khi Berkshire mua toàn bộ một công ty nào đó, hoặc thậm chí chỉ mua một số cổ phiếu trong các công ty đại chúng, công ty đó sẽ được hưởng lợi thế lớn. Điều này cho phép Buffett quyết định vốn của công ty đó sẽ được phân bổ như thế nào.

Có bao nhiêu nhà đầu tư khác có thể làm được những điều mà Buffett đang làm? Bạn có thể không? Khi bạn ra một quyết định đầu tư, bạn có thực sự suy nghĩ giống như Buffett không? Bạn có thực sự nghĩ đến việc kiểm soát các quyết định phân bổ nguồn vốn không? Mức đầu tư của bạn có thể mang lại cho bạn quyền can thiệp và tiến hành những thay đổi mà bạn cho là cần thiết không? Nếu câu trả lời đều là có, thì bạn quả thực rất may mắn. Bạn có những phương tiện để trở thành người mua doanh nghiệp. Nhưng nếu câu trả lời là không, bạn chỉ đơn thuần là người mua cổ phiếu của các công ty mà thôi.

Thực tế là hầu hết các nhà đầu tư đều không thể làm những điều mà Berkshire và Buffett thường làm. Hầu hết họ không thể mua lại toàn bộ doanh nghiệp. Thậm chí, họ còn không có đủ tiền để mua lại một tỷ lệ sở hữu lớn trong một công ty đại chúng. Để có tỷ lệ sở hữu 1% trong một công ty có mức vốn hóa thị trường 1 tỷ USD thì bạn cần có 10 triệu USD – một con số không nhỏ. Ngày nay, một công ty có giá trị 1 tỷ USD được xem là nhỏ. Thậm chí những người

có số tiền trên cũng không dễ dàng đổ tất cả tiền vào một cổ phiếu duy nhất. Kết quả là hầu hết các nhà đầu tư sẽ không bao giờ có được vị trí đủ quyền lực để ra những quyết định phân bổ tài chính giúp tối đa hóa thu nhập của công ty. Dù họ sẵn sàng chấp nhận nó hay không, nhưng sự thực vẫn là hầu hết các nhà đầu tư đều không mua lại doanh nghiệp. Đơn giản vì họ không có đủ tiền để làm điều đó.

Đa phần các nhà đầu tư sẽ mua cổ phiếu. Và thậm chí nếu họ có khả năng mua cổ phiếu với giá trị vài triệu đô-la, thì chắc là nó cũng không đủ để mang lại cho họ một vị thế có thể xuất hiện ở tổng hành dinh của công ty và đề xuất một sự thay đổi trong chiến lược kinh doanh. Khoản đầu tư của họ không đủ để giành được một ghế trong hội đồng quản trị. Nó thậm chí không đủ để họ thay đổi người điều hành phòng hành chính, đừng nói đến giám đốc điều hành. Trong trường hợp tốt nhất, hầu hết các nhà đầu tư chỉ có thể hy vọng trở thành người hưởng lợi đi kèm. Điều này có nghĩa là họ có thể mua một số cổ phiếu và hy vọng rằng có một người nào đó như Buffett tham gia và mua một tỷ lệ sở hữu đủ lớn để buộc bộ máy quản lý phải trung thực. Hoặc phương án khác là họ có thể thuê Buffett làm việc trực tiếp cho họ bằng cách mua cổ phiếu của Berkshire Hathaway.

Vì thế, khi mua cổ phiếu, hẳn bạn sẽ rất thú vị khi nghĩ về mình như một người đầu tư theo kiểu Warren Buffett. Bạn có thể tưởng tượng một cách hào phóng rằng bạn đang thực sự mua lại một doanh nghiệp giống như cách Buffett thường làm. Nhưng nếu thành thật với bản thân, bạn sẽ thừa nhận mình chỉ đơn thuần đang mua cổ phiếu mà thôi. Buffett có thể lập luận rằng nắm lấy những vị thế có ý nghĩa trong những công ty nhỏ có thể giúp kiểm soát được rủi ro,

nhưng chiến lược này không dễ dàng thực hiện đối với nhà đầu tư trung bình. Thậm chí nếu họ cực kỳ khôn ngoan và biết chính xác mình đang làm gì, thì họ vẫn không bao giờ có đủ nguồn lực để nắm lấy vị thế có ý nghĩa trong một công ty duy nhất. Hầu hết các nhà đầu tư chỉ có thể kiểm soát rủi ro bằng cách đa dạng hóa hợp lý mà thôi. Buffett cũng nhận ra điều này. Đó là lý do tại sao ông khuyên nên đa dạng hóa rộng rãi.

Buffett có thể tin tưởng rằng ông đang "kết hôn" với doanh nghiệp mà ông mua lại, nhưng "kết hôn" với cổ phiếu chắc hẳn không phải là một chiến lược thích hợp cho mọi người. Đại đa số các nhà đầu tư không có đủ nguồn lực để "kết hôn" với cổ phiếu. Họ chỉ có đủ tiền để "hẹn hò" với những hạng mục đầu tư của mình mà thôi. Buffett có thể tự hào mình không cần chiến lược thoát ra, nhưng nhà đầu tư trung bình không thể khóa mình mãi mãi với một loại cổ phiếu nào đó – đặc biệt là những cổ phiếu chỉ có khả năng mang lại những khoản thu nhập quá khiêm tốn.

Tất cả những điều này không có ý muốn nói các nhà đầu tư bình thường không nên đầu tư dài hạn. Chúng ta đã thấy phương pháp đầu tư giá trị dài hạn có hiệu quả khá tốt. Tất nhiên, nó cũng sẽ có hiệu quả đối với bạn giống như đối với Buffett. Tuy nhiên, biên tập viên Ken Fisher của tạp chí *Forbes* đã chỉ ra rằng chỉ có Buffett mới có thể là Buffett. "Đừng cố gắng trở thành Phil Fisher, hoặc Warren Buffett, hay Peter Lynch, hoặc bất kỳ người nào khác. Hãy là chính mình…". Fisher chắc hẳn biết rõ mình đang nói gì. Cha ông, Phil Fisher, là một trong những người hướng dẫn có ảnh hưởng nhất của Buffett. Bạn không phải là Buffett và bạn không nên tự nhận mình có thể đầu tư giống Buffett. Như Ken Fisher nói, bạn hãy là chính mình.

Điều này có nghĩa là bạn phải hiểu được bạn là ai trong vai trò nhà đầu tư. Bạn có những mục tiêu gì? Bạn có những ràng buộc gì? Bạn sẵn sàng và có khả năng chịu đựng rủi ro ở mức độ nào? Hãy tìm hiểu những chiến lược đầu tư nào có hiệu quả nhất đối với bạn. Đảm bảo rằng bạn biết lý do tại sao mình đang đầu tư và cách bạn muốn đầu tư trước khi cam kết đưa ra một phần lớn tài sản của mình vào bất cứ cổ phiếu, ngành hay lớp tài sản nào.

GIẤC MƠ PIPE

Sau đây là một điều khác nữa mà hầu hết các nhà đầu tư không thể làm được. Họ không thể thực hiện *các khoản đầu tư tư nhân vào tài sản công* (PIPE – Private Investments in Public Equity). Đây là một chiến lược thú vị thường được các quỹ đầu tư thanh khoản linh hoạt (hedge fund[27]) sử dụng. Thực tế, công ty Friedland Global Capital Markets ước lượng rằng "hàng trăm, nếu không phải hàng ngàn, quỹ đầu tư chứng khoán tư nhân hoặc quỹ đầu tư thanh khoản linh hoạt đã được thành lập trong vài năm qua để đầu tư vào PIPE". Berkshire Hathaway cũng là một nhà đầu tư vào PIPE rất năng động.

Như tên gọi của nó, PIPE cho phép các nhà đầu tư lớn mua cổ phiếu hoặc chứng khoán liên kết vốn (equity-linked securities) từ các công ty công thông qua giao dịch tư nhân. Cách sắp đặt này giúp người phát hành tiết kiệm thời gian và tiền bạc. Do nó được xem là giao dịch tư nhân nên công ty không cần phải đăng ký với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước trước khi giao dịch. Hơn nữa, chi phí phát

(27) Hedge Fund là loại quỹ đầu tư có tính đại chúng thấp và không bị quản lý quá chặt. Khái niệm "Hedge Fund" không ám chỉ một loại pháp nhân riêng biệt của thị trường vốn, mà chỉ là cách gọi nhằm phân biệt các quỹ ít bị quản lý chặt chẽ. Thường các quỹ loại này chỉ giao dịch với một số lượng hạn chế các nhà đầu tư, vì thế mỗi nhà đầu tư phải góp vào những khoản tiền rất lớn theo phương thức "gọi vốn không đại chúng" (private placement). Ngược với các Hedge Fund là các quỹ "Mutual Funds" (thường gọi là quỹ tương hỗ) có tính đại chúng cao, hầu như mọi người đều có thể tham gia. Do không bị quản lý chặt, Hedge Fund thường rất linh hoạt trong các chiến lược đầu tư.

sinh thường ít hơn mức mà nhà phát hành sẽ phải trả trong một giao dịch phát hành thứ cấp điển hình khác. PIPE cũng cho phép nhà phát hành huy động một khoản tiền nhỏ hơn mức mà giao dịch phát hành thứ cấp yêu cầu. Kết quả là PIPE thường được sử dụng khi công ty phát hành cần tiếp cận nhanh một lượng vốn lớn. Người mua thường nhận được chiết khấu tốt và nhà phát hành cam kết sẽ nhanh chóng đăng ký chứng khoán với Ủy ban Chứng khoán, nhờ đó làm cho chúng có tính thanh khoản. Thường mất không quá sáu tháng để quá trình đăng ký được phê chuẩn, cho phép người mua bán lại chứng khoán cho công chúng.

Một giao dịch đầu tư PIPE có thể gắn liền với việc phát hành cổ phiếu phổ thông với giá thấp hơn giá thị trường, hoặc có thể gắn với việc phát hành trái phiếu hoặc cổ phiếu ưu đãi có thể chuyển đổi. Trong trường hợp phát hành giấy tờ có giá có thể chuyển đổi, người mua nhận được mức giá tốt và có quyền chuyển đổi chứng khoán thành cổ phiếu phổ thông. Giá chuyển đổi thường được đặt ở mức ưu đãi, có thể cố định hoặc có thể được điều chỉnh. Ví dụ, nếu giá cổ phiếu của nhà phát hành giảm xuống, giá chuyển đổi có thể được giảm theo. Điều này cho phép nhà phát hành tăng thêm cổ phiếu qua quá trình chuyển đổi. Sự sắp đặt này mang lại cho người mua một lớp bảo vệ bổ sung, nhưng nó cũng mang lại cho họ một động cơ thái quá trong việc làm cổ phiếu giảm giá bằng cách mua bán

---

Hedge Fund có thể bỏ tiền vào đầu tư các loại chứng khoán phát sinh và chỉ bị chế tài bởi các điều khoản trong hợp đồng kiểm soát quỹ. Tùy thuộc vào "Chỉ dẫn đầu tư" và "Phương thức", Hedge Fund có thể mua hay bán trên thị trường và tham gia các hợp đồng future, swap hoặc các phát sinh chứng khoán khác. Vì thế, Hedge Fund có thể tiến hành các chiến lược đầu tư phức hợp, có thể thu lợi tại các thời điểm thị trường dao động mạnh, hoặc khi thị trường đang bán tháo tài sản tài chính. Hedge Fund thích hợp với các nhà đầu tư chuyên nghiệp, hoặc các tổ chức có trình độ cao.

Hedge Fund ra đời năm 1949 tại Mỹ. Một trong những người phát minh ra quỹ này là Alfred W. Jones. Loại quỹ đầu tư này chỉ thực sự bùng phát trên quy mô toàn cầu từ sau Cuộc khủng hoảng tài chính - tiền tệ châu Á 1997. Nếu năm 1990 cả thế giới chỉ có khoảng 500 Hedge fund với tổng trị giá khoảng 40 tỷ USD thì đến năm 2007, tổng số quỹ này đã vượt hơn 9.500 với tổng trị giá tài sản quản lý vào khoảng 2.000 tỷ USD.

khống. Trong giao dịch PIPE, người mua cũng có thể nhận được sự đảm bảo cho phép được mua thêm một lượng cổ phiếu phổ thông với một mức giá ưu đãi nào đó.

PIPE thường là những giao dịch tuyệt vời dành cho người mua, nhưng chúng không chắc hẳn đã tốt cho những cổ đông hiện hữu của công ty phát hành. Điều này là do chúng có thể dẫn đến một sự pha loãng đáng kể. Kết quả là, khi thị trường biết được giao dịch PIPE đang treo, giá cổ phiếu của công ty phát hành thường giảm xuống để phản ứng với tin tức này. Trên thực tế, Ủy ban Chứng khoán đã phạt một số hedge fund vì thu lợi nhuận không chính đáng từ việc bán đi cổ phiếu ở các công ty chuẩn bị thông báo phát hành PIPE.

Berkshire Hathaway đã tham gia một số giao dịch PIPE trong vai trò nhà đầu tư. Có lẽ Salomon là trường hợp nổi tiếng nhất. Chúng ta sẽ tìm hiểu thêm về khoản đầu tư của Berkshire vào Salomon trong Chương 6. Tuy nhiên, theo tài liệu của James Altucher, Salomon không phải là giao dịch PIPE duy nhất của Berkshire. Những giao dịch tương tự khác gồm có nhà sản xuất dao cạo Gillette, công ty gỗ Champion International, công ty viễn thông Level 3 Communications (được một giám đốc của Berkshire Hathaway là Walter Scott thành lập), và nhà sản xuất khí tự nhiên Williams Companies. Một số công ty này có tình hình tài chính khỏe mạnh khi Berkshire tiến hành khoản đầu tư ban đầu. Một số đang gặp khó khăn. Nhưng, có một điểm mà các công ty này có vẻ như cùng chia sẻ là khuynh hướng bán công ty. Salomon cuối cùng được Travelers (nay có tên là Citigroup) mua lại. Gillette sau đó được Procter & Gamble thâu tóm. Champion được International Paper thu mua. Ít nhất cho đến nay Level 3 và Williams vẫn còn xoay xở được để duy trì sự độc lập của mình.

PIPE tỏ ra có khả năng mang lại lợi nhuận lớn cho nhiều nhà đầu tư ở tầm mức doanh nghiệp, và Berkshire không phải là một ngoại lệ. Tuy nhiên, đối với nhà đầu tư cá nhân, PIPE vẫn chỉ là một giấc mơ. Những cá nhân muốn tham gia vào thị trường này có thể hy vọng làm được điều đó một cách gián tiếp thông qua các hedge fund hoặc mua cổ phiếu của những công ty như Berkshire Hathaway, khi họ chứng minh được thành tích tốt từ các giao dịch PIPE.

HÃY TÌM HIỂU KỸ BUFFETT, NHƯNG PHẢI THỰC TẾ

Warren Buffett nổi tiếng về hoạt động đầu tư vào doanh nghiệp thay vì mua cổ phiếu. Ông tin rằng mọi nhà đầu tư nên làm như vậy. Về cơ bản, ông phản đối lối tư duy ngắn hạn trong việc mua cổ phiếu. Xét trên quy mô lớn, ông rất đúng. Nhiều nghiên cứu cho thấy các nhà đầu tư suy nghĩ quá nhiều về ngắn hạn thường có kết cục không tốt do mình tự gây ra. Ví dụ, khi giao dịch quá nhiều họ có thể mang lại lợi nhuận lớn cho công ty chứng khoán thay vì mang lại lợi nhuận cho mình. Với việc thường xuyên hiện thực hóa các khoản thu nhập từ vốn, họ còn có thể chỉ nhận được những khoản thu nhập tầm thường sau thuế, ngay cả khi họ xoay xở để tạo ra được những khoản thu nhập xuất sắc trước thuế.

Tuy nhiên, "kết hôn" với doanh nghiệp không phải là chiến lược phù hợp cho những nhà đầu tư trung bình. Thực tế, đa dạng hóa mới là lựa chọn tốt nhất đối với họ. Như Buffett, tất cả các nhà đầu tư nên có đủ thông minh để mua những cổ phiếu bị định giá thấp. Tuy nhiên, không giống Buffett ở chỗ họ nên sẵn sàng bán cổ phiếu khi chúng được định giá cao. Họ cũng nên nhận thức rằng

những công cụ đầu tư không điển hình như PIPE là ngoài tầm với của họ. Nhà đầu tư nên tìm hiểu càng nhiều càng tốt về những chiến lược được Buffett ưa chuộng, nhưng họ cần phải thực tế để đánh giá điều gì có hiệu quả, điều gì không đối với họ.

TÓM TẮT CHƯƠNG 4

- Buffett đưa ra một sự phân biệt rõ ràng giữa việc mua doanh nghiệp và mua cổ phiếu. Ông tin rằng đầu tư thực sự phải gắn liền với việc mua doanh nghiệp. Những người suy nghĩ giống như người đi mua doanh nghiệp sẽ cam kết đầu tư vốn đáng kể trong dài hạn. Những người suy nghĩ như người mua cổ phiếu không cảm thấy sự ràng buộc với khoản đầu tư của mình. Họ hài lòng bất cứ khi nào bán được với giá tốt. Buffett tránh việc mua cổ phiếu thay vì mua doanh nghiệp. *Trừ phi bạn tiếp cận được những nguồn lực như Buffett, tốt hơn hết bạn hãy nghĩ rằng mình là người mua cổ phiếu chứ không phải người mua doanh nghiệp.*

- Buffett ngần ngại trong việc bán đi một doanh nghiệp trong hầu như bất cứ hoàn cảnh nào. Điều này có nghĩa là ông sẽ không bán một công ty nào cả thậm chí khi nó được định giá cao trên thị trường; và ông cũng sẽ không bán một công ty có hiệu quả hoạt động kém miễn là nó còn có thể mang lại chút ít thu nhập. Ông kiên quyết áp dụng chiến lược này ngay cả khi ông biết rằng nó sẽ có ảnh hưởng xấu đến hiệu quả tài chính của Berkshire. *Mặc dù Buffett ghét phải bán cổ phiếu trong hầu như bất cứ tình huống nào, nhưng bạn nên sẵn sàng bán cổ phiếu khi giá thị trường của nó cao hơn giá trị nội tại. Tương*

tự, đừng cảm thấy nghĩa vụ cầm giữ một cổ phiếu chỉ tạo ra một khoản thu nhập kém cỏi.

- Khi Buffett mua một công ty trên danh nghĩa của Berkshire, ông mua lại toàn bộ công ty đó. Khi ông có vị thế tốt trong một công ty đại chúng, Berkshire thường trở thành một trong những cổ đông lớn nhất của công ty. Chiến lược tập trung này mang lại cho Buffett một mức độ ảnh hưởng và kiểm soát mà những nhà đầu tư bình thường không bao giờ có thể hy vọng có được. *Nếu bạn không có sự nhạy bén của Buffett hoặc có thể tiếp cận những nguồn lực như Buffett, đa dạng hóa là chiến lược tốt nhất để bạn kiểm soát rủi ro.*

- Buffett thích đầu tư vào các công ty tốt với những nhà quản lý tài giỏi. Ông không thích tham gia vào hoạt động quản lý công ty thường ngày, nhưng ông không hề ngần ngại làm điều đó khi cần thiết để bảo vệ các cổ đông. *Một nhà đầu tư trung bình sẽ không bao giờ có thể gây ảnh hưởng đến những quyết định quản trị.*

- Đầu tư tư nhân vào cổ phiếu công (PIPE) là một chiến lược khác mà Buffett thường vận dụng trong khi nhà đầu tư trung bình không thể áp dụng được. Nhờ sử dụng PIPE, Berkshire thường mua được chứng khoán với mức thu nhập tốt, có thể chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông với mức giá hợp lý. *Nếu bạn thích ý tưởng áp dụng PIPE, bạn hãy đầu tư vào một công ty như Berkshire Hathaway hay một hedge fund có chuyên môn sâu và khả năng tiếp cận thị trường PIPE cao.*

5

MỤC TIÊU THU MUA CỦA BUFFETT

Công ty càng lớn, chúng tôi càng quan tâm:
Chúng tôi thích tiến hành một vụ thu mua trong tầm giá từ 5 đến 20 tỷ USD.(28)

- Warren Buffett

Berkshire Hathaway là một công ty thích mua lại các công ty khác. Trên thực tế, Berkshire là một công ty mẹ. Nó sở hữu hơn 70 công ty con và cổ phiếu của hàng tá công ty đại chúng. Một số công ty con của nó có quy mô khá lớn như GEICO và General Re. Trái lại, cũng có những công ty nhỏ hơn nhiều, như Fruit of the Loom và Jordan's Furniture.

Mặc dù Buffett rất thích mua lại các công ty khác, nhưng ông không dành thời gian quá nhiều để săn lùng chúng. Trái lại, ông thích ngồi chờ những giao dịch thú vị đến với mình. Thực tế, ông luôn mời gọi một cách cởi mở các lãnh đạo doanh nghiệp liên hệ với ông nếu họ muốn xem xét bán công ty của mình cho Berkshire. Ông đặc biệt quan tâm đến việc mua lại các công ty lớn, có hoạt động kinh

(28) Câu này xuất hiện đều đặn hàng năm kể từ năm 1998 trong phần "Tiêu chí Thu mua" trong các báo cáo thường niên của Berkshire Hathaway. Con số này trước năm 1998 nhỏ hơn con số trên. Như chúng ta đã thấy trong chương 3, hiện nay Buffett đang tìm kiếm những thương vụ mua lại công ty có thể có quy mô lên đến 60 tỷ USD.

doanh đơn giản và thu nhập ổn định, ít nợ nần và có bộ máy quản lý tốt. Nhưng bạn cũng đừng mất công viết thư giới thiệu cho Buffett về công ty của bạn nếu bạn không sẵn sàng nêu ra một mức giá cụ thể. "Chúng tôi không muốn lãng phí thời gian của chúng tôi và của người bán bằng việc bàn thảo, dù là sơ bộ, về một giao dịch khi giá mua bán chưa được xác định".

Ngoài ra, Buffett thường nói về những vụ thu mua công ty của Berkshire bằng những từ ngữ rất ư là giản dị. Ông để lại ấn tượng rằng ông ra quyết định mua lại một công ty nào đó một cách nhanh chóng và không cần phải nghiên cứu hay dành quá nhiều thời gian để suy nghĩ. Thực tế, những đánh giá có phần "cưỡi ngựa xem hoa" của ông đôi khi mời gọi sự chỉ trích của người khác đối với phương pháp của mình. Các nhà phê bình thường nói rằng Buffett ra quá nhiều quyết định mang tính cảm tính. Một số người thì cho rằng ông không tiến hành xem xét xác đáng ở mức cần thiết. Tuy nhiên, nhiều bằng chứng thực tế cho thấy Buffett rất cẩn trọng với mục tiêu thu mua của mình. Hầu hết các công ty mà ông mua lại cho Berkshire trong nhiều năm qua đã trở thành những tài sản quý giá. Hơn nữa, Buffett không lao vào tất cả các cơ hội mà ông nhận được. Ví dụ, năm 2004 Buffett không tiến hành vụ thu mua lớn nào cả. Buffett nói: "Hy vọng của tôi là tiến hành những vụ thu mua có giá trị vài tỷ đô-la trở lên, những thương vụ có thể bổ sung nguồn thu nhập mới đáng kể vào nhiều nguồn mà chúng tôi đang có. Nhưng tôi đã không làm được".

Một khía cạnh mà Buffett luôn dành sự quan tâm sâu sắc là con người. Ông rất xem trọng chất lượng bộ máy quản lý của doanh nghiệp mà ông muốn mua. Những nhận xét thường xuyên của ông

về tầm quan trọng của các nhà quản lý giỏi đôi khi còn tạo ra ấn tượng rằng những yếu tố còn lại đều không có ý nghĩa lớn đối với ông. Thực ra, hầu như mọi vụ thu mua đều có vẻ là câu chuyện về một cá nhân nào đó – thường là người sáng lập công ty hoặc giám đốc điều hành đương nhiệm. Sau khi đọc những đánh giá của ông, bạn có thể nghĩ: Buffett tin tưởng rằng một khi bộ máy quản lý có thể tin cậy được, thì tất cả mọi điều khác sẽ tự động khớp vào vị trí hợp lý của chúng. Đúng là Buffett ca ngợi các nhà quản lý giỏi, nhưng điều đó không có nghĩa là ông bỏ qua tất cả những điều khác. Hầu như chắc chắn Buffett cũng chú ý kỹ lưỡng đến khía cạnh tài chính. Ông sẽ không để Berkshire mua lại một công ty hoạt động trong một lĩnh vực kinh doanh đang lâm vào ngõ cụt chỉ bởi vì ông nghĩ bộ máy quản lý là những người tuyệt vời. Ông có thể thích tạo ấn tượng rằng ông ra những quyết định nhanh chóng nhờ trực giác, nhưng bạn có thể đoan chắc ít nhất có vài người ở Berkshire đang nghiền ngẫm những con số ở sau hậu trường trước khi bất cứ thương vụ nào được bật đèn xanh.

FOREST RIVER

Berkshire đã mua Forest River, một công ty nắm 19% thị phần thiết bị xe kéo giải trí, vào tháng 8 năm 2005. Thật là khôi hài, cơn bão Katrina dù làm các doanh nghiệp bảo hiểm của Berkshire chi ra khá nhiều tiền, nhưng cuối cùng lại là nguồn lợi của Forest River. Công ty giành được nhiều hợp đồng chế tạo hàng ngàn xe kéo cho Cơ quan Phụ trách Thảm họa Liên bang (FEMA – Federal Emergency Management Agency). Những thùng xe kéo này được sử dụng để làm nhà ở tạm cho những người mất nhà cửa trong cơn bão khủng khiếp đó. Tuy nhiên, giao dịch với FEMA lại gắn liền với một rắc rối

khác. Chẳng bao lâu sau khi mua tất cả các thùng xe kéo đó, FEMA bắt đầu bán chúng trên thị trường thứ cấp. Kết quả là Forest River và những nhà sản xuất thùng xe kéo khác rơi vào tình trạng cạnh tranh trực tiếp với FEMA.

Sau khi đọc mô tả của Buffett về cách mà ông đã đi đến giao dịch mua lại công ty này, có thể dễ dàng hiểu được lý do tại sao đôi khi các nhà phê bình lại quy kết rằng ông quyết định quá bồng bột. "Vào ngày 21 tháng 6, tôi nhận được một bản fax dài hai trang giải thích rõ từng điểm một lý do tại sao Forest River đáp ứng các tiêu chí thu mua mà chúng tôi đặt ra ở trang 25 của báo cáo này. Trước đây, tôi chưa hề nghe nói đến công ty này, một nhà sản xuất phương tiện giải trí với doanh thu hàng năm 1,6 tỷ USD. Tôi cũng chưa từng biết Pete Liegl, chủ sở hữu kiêm giám đốc công ty. Nhưng bản fax đã cung cấp thông tin rất tốt và tôi ngay lập tức yêu cầu cung cấp thêm số liệu. Sáng hôm sau, tôi nhận đầy đủ các con số và đến chiều tôi đã đưa ra với Pete đề nghị mua lại công ty".

Có thể nào Buffett quyết định mua Forest River, một công ty mà trước đó ông không hề biết gì về nó, chỉ trong vòng 24 giờ hay không? Điều này nghe có vẻ như ông là một nhà giao dịch "lướt sóng" bốc đồng chứ không phải của một nhà đầu tư giá trị dài hạn cẩn trọng như chính con người ông. Buffett mà chúng ta đọc được qua những quyển sách và tạp chí sẽ nghiên cứu tình hình rất cẩn thận trước khi bước vào một giao dịch. Forest River có thể thực sự là một công ty tuyệt vời, nhưng thật khó mà tưởng tượng rằng nhà đầu tư vĩ đại nhất của mọi thời đại lại thực hiện một quyết định dường như vô cùng cẩu thả. Sự suy xét xác đáng đâu rồi? Tại sao phải gấp rút? Phải chăng Buffett lo rằng có một ai khác đang tranh

mua Forest River với ông? Buffett không nghĩ đến những câu hỏi này. Ông xem Liegl là một "doanh nhân xuất sắc" và đính kèm một bài báo vào báo cáo thường niên viết về Forest River từ một ấn phẩm có tên là RV Business.

Mặc dù giá mua không được tiết lộ, nhưng RV Business nói rằng ước tính giá mua Forest River vào khoảng 800 triệu USD, hoặc chỉ hơn một nửa doanh số của công ty. Để so sánh, Thor Industries, một nhà sản xuất xe kéo giải trí đã niêm yết, gần đây được bán với giá vào khoảng 0,7 lần doanh số của họ. Winnebago được bán với giá khoảng 1,2 lần doanh số. Không ngạc nhiên lắm khi Berkshire mua lại Forest River với mức giá có thể được xem là tốt. Liegl, chủ sở hữu duy nhất của Forest River trước khi nó bị thu mua, tiếp tục ở lại điều hành công ty. Thực ra, đây là một điều mà hầu như tất cả các vụ thu mua của Berkshire đều giống nhau. Buffett đặc biệt quan tâm đến việc mua lại những công ty tốt với những nhà quản lý giỏi sẵn sàng ở lại điều hành hoạt động của nó sau khi giao dịch đã được ký kết.

BUSINESS WIRE

Lorry Lokey thành lập Business Wire năm 1961 chỉ với bảy khách hàng trong tay. Phải mất bốn tháng sau ông mới bắt đầu có chút lợi nhuận. Công ty chuyên phân phối tin tức cho các công ty và tổ chức có nhu cầu. Họ đã trải qua sự tăng trưởng đều đặn kể từ đó. Không đầy 10 năm sau khi Business Wire được thành lập, Lokey tuyển dụng 15 nhân viên làm việc toàn thời gian để phục vụ cho hơn 300 công ty khách hàng. Đến năm 1990, 150 nhân viên ở 16 văn phòng giúp tạo ra doanh thu khoảng 14 triệu USD một năm. Mười năm sau nữa, Business Wire có 26 văn phòng, 400 nhân viên và

doanh thu hàng năm đạt 40 triệu USD. Đến 2005, số lượng nhân viên tăng lên thành 500 người và doanh thu đạt mức 125 triệu USD.

Business Wire hiện nay có một danh mục khách hàng gồm 25.000 công ty và tổ chức. Nó phân phối đủ loại thông tin và tin tức đến hầu như mọi nơi trên thế giới. Có lẽ quan trọng nhất là nó giúp các công ty đại chúng thông báo những kết quả tài chính hàng quý. Business Wire truyền tải những tin tức này đến nhà đầu tư, nhà báo, nhà điều hành pháp luật và công chúng. Thực ra, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và các cơ quan điều hành khác quy định cách thức các tập đoàn phải phổ biến những thông tin không được công bố rộng rãi như các báo cáo về thu nhập. Dịch vụ của Business Wire tình cờ phát đi một phần báo cáo thu nhập của ngân hàng Washington Mutual trước khi thị trường đóng cửa ngày 18/4/2006. Điều này làm cho Sở Giao dịch Chứng khoán New York phải tạm ngừng giao dịch cổ phiếu của quỹ này.

Sau 45 năm là một công ty độc lập, Business Wire cuối cùng cũng được Berkshire Hathaway mua lại vào năm 2006. Như Buffett giải thích, giám đốc điều hành mới được bổ nhiệm Cathy Baron Tamraz đã đọc được về vụ thu mua Forest River của Berkshire trên tờ *The Wall Street Journal* và nghĩ rằng Buffett cũng có thể quan tâm đến Business Wire. Buffett nói: "Khi tôi đọc xong lá thư dài hai trang của Cathy, tôi cảm thấy rằng Business Wire và Berkshire thật là phù hợp với nhau".

Một lần nữa, sự mô tả này lại không nhất quán với những gì các nhà đầu tư theo kiểu Buffett nghĩ rằng họ biết. Nhưng điều làm Buffett trở thành huyền thoại nằm ở chỗ ông làm cho tất cả mọi việc trở nên thật đơn giản. Dường như ông đang nói với chúng ta rằng

mua lại Business Wire thì không cần phải động não làm gì. Đó là một quyết định rõ ràng, xuất phát từ trực giác của ông. Tất cả những gì còn lại là bắt tay đối tác và ký kết một số giấy tờ pháp lý cần thiết.

Ở cương vị giám đốc điều hành của Berkshire Hathaway, Buffett là người đứng đầu được công ty ủy thác. Ông thay mặt cho tất cả các cổ đông ra những quyết định quan trọng liên quan đến hàng trăm triệu đô-la – đôi khi nhiều hơn nữa. Ông có nghĩa vụ làm những gì tốt nhất cho họ. Lẽ nào Buffett để Berkshire mua lại một công ty chỉ đơn thuần dựa vào bản năng – thậm chí là bản năng của chính ông – hay không? Ít có khả năng này. Chắc hẳn phải có những nghiên cứu nghiêm túc về các "mục tiêu" cần thu mua. Buffett phải chắc chắn rằng sự suy xét xác đáng cần được tiến hành đầy đủ. Tất nhiên, mọi sự nghiên cứu trên đời này đều không thể loại bỏ hoàn toàn rủi ro. Nhưng Buffett không thể có đủ tiền để quyết định một cách bồng bột. Có thể đúng như ông tuyên bố: Business Wire và Berkshire rất phù hợp với nhau, nhưng ắt là còn nhiều điều khác phía sau câu chuyện này. Bạn có thể đoan chắc rằng có rất nhiều yếu tố khác tham gia vào quyết định mua Business Wire hơn là một quyết định đơn giản của Buffett.

Buffett và Tamraz kỷ niệm vụ Berkshire thu mua lại Business Wire vào ngày 20 tháng 3 bằng cách rung chuông báo hiệu bắt đầu giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán New York. Lokey kỷ niệm bằng cách tặng 12,5 triệu USD cho Đại học Oregon. Mặc dù tất cả các lễ hội vẫn tiếp diễn, nhưng cần phải chỉ ra rằng ít nhất cũng có chút hài hước trong quyết định mua Business Wire của Buffett. Xét cho cùng, Buffett đã nói một cách chỉ trích về sự phản ứng của giá cổ phiếu thường diễn ra khi một tập đoàn đại chúng công bố kết quả tài chính hàng quý. Nhưng Berkshire hiện đang tự hào là người sở hữu

một công ty có lợi nhuận từ việc giúp những công ty khác công bố loại thông tin có tác dụng như chất xúc tác cho tất cả những sự biến động đó.

ISCAR METALWORKING COMPANIES

Đến năm 2006, Buffett chỉ để Berkshire đầu tư vào các công ty Mỹ. Nhưng vào ngày 5 tháng 7, Berkshire đã mua lại một công ty nước ngoài lần đầu tiên trong lịch sử của nó. Bạn có thể đã kỳ vọng một người xem thường rủi ro như Buffett sẽ hoàn thành vụ thu mua đầu tiên ở nước ngoài cho Berkshire ở một quốc gia phát triển ở Tây Âu hoặc Bắc Á. Bạn cũng có thể hy vọng ông phải tiến hành việc suy xét xác đáng với mức độ chặt chẽ hơn bình thường trước khi đồng ý tiến hành giao dịch. Nếu vậy thì bạn hẳn đã sai trong cả hai trường hợp.

Buffett tiến thẳng đến trung tâm vùng Trung Đông. Berkshire đã trả 4 tỷ USD để mua lại Iscar, một nhà sản xuất thiết bị cắt bằng hợp kim có trụ sở ở Tefen, Israel. Iscar có hơn 6.500 nhân viên và hoạt động ở 61 quốc gia. Mặc dù các chỉ số tài chính của Iscar không được công bố, nhưng có ước lượng cho rằng doanh thu hàng năm ở mức 1,4 tỷ USD và lợi nhuận vào khoảng 440 triệu USD. Nếu những số liệu này đúng, thì giá mua của Berkshire định giá cho Iscar ở mức gấp 3,6 lần doanh thu và 11 lần thu nhập – không đắt quá mức, nhưng không rẻ như biếu không.

Để giúp bạn hiểu rõ hơn, Tefen là vùng lãnh thổ phía bắc của Israel, không xa biên giới Li-băng là mấy. Chỉ một tuần sau khi Buffett hoàn tất giao dịch, lực lượng quân du kích Hezbollah đã vượt biên giới Li-băng vào Israel, bắt cóc 2 binh sĩ Israel và giết một số

người khác. Israel trả đũa bằng cách ném bom Li-băng. Hezbollah trả lời bằng cách nã pháo không phân biệt vào những khu vực rộng lớn ở miền Bắc Israel, bao gồm cả Tefen.

Nhiều doanh nhân Mỹ sẽ nghĩ rằng họa có điên mới đầu tư vào hầu như bất cứ nơi nào ở vùng Trung Đông. Trong khi họ đều biết rằng chẳng có khu vực địa lý nào có thể chắc chắn miễn nhiễm với nạn khủng bố, hoặc tình trạng bạo lực có thể chấm dứt hoạt động kinh tế, hầu hết đều muốn xem xét cơ hội ở những khu vực khác an toàn hơn. Tuy nhiên, Buffett là một người thích làm ngược lại số đông. Nhưng tại sao ông lại chọn Israel để tiến hành vụ phiêu lưu đầu tiên của Berkshire ở nước ngoài, và Iscar có gì đặc biệt đến mức có thể cuốn hút sự chú ý của Buffett?

Đến nay, sẽ chẳng có gì đáng ngạc nhiên khi vụ giao dịch Iscar cũng bắt đầu bằng một lá thư ngắn, như nhiều vụ thu mua khác của Berkshire. Buffett nói rằng chín tháng trước khi giao dịch hoàn tất, "Tôi nhận được một lá thư dài hơn một trang từ Eitan [Wertheimer] – người mà lúc đó tôi chẳng biết là ai cả". Buffett tiếp tục giải thích: lá thư của vị chủ tịch Iscar Wertheimer đã giới thiệu Iscar và mô tả đó là một công việc kinh doanh đa quốc gia. Một tháng sau, Buffett tiếp những nhân vật quan trọng nhất của Iscar ở Omaha. "Một vài giờ cùng thảo luận với họ thuyết phục tôi rằng nếu chúng tôi tiến hành giao dịch, chúng tôi sẽ có thêm những nhà quản lý cực kỳ tài năng gia nhập vào đội ngũ của mình. Họ đáng tin cậy để điều hành doanh nghiệp sau vụ mua bán với tất cả sinh lực và sự cống hiến mà họ đã thể hiện trước đó".

Berkshire đã mua lại một số công ty xuất sắc trong nhiều năm qua. Chúng bao gồm GEICO, National Indemnity và See's Candies.

Nhưng sau khi đến thăm Iscar cùng với cộng sự Charlie Munger và năm nhà quản lý của Berkshire sau khi hoàn tất vụ giao dịch hai tháng, Buffett nói: "Chúng tôi – tôi muốn nói rằng tất cả từng người trong chúng tôi – chưa bao giờ cảm thấy ấn tượng hơn từ bất cứ hoạt động nào khác." Lời khen ngợi của Buffett không thể hùng hồn hơn nữa.

PACIFICORP

Vậy chúng ta biết gì về việc bán doanh nghiệp cho Buffett? Trước tiên, nếu bạn nghiêm túc về việc bán công ty của mình cho ông, thì hãy đảm bảo rằng lá thư đầu tiên gởi cho ông đừng dài quá hai trang. Buffett ưa thích sự đơn giản và chỉ thích sở hữu một doanh nghiệp dễ hiểu. Bạn cũng cần có một đội ngũ quản lý xuất sắc có ý định ở lại tiếp tục làm việc và điều hành công ty sau khi giao dịch được hoàn tất.

PacifiCorp, một vụ thu mua khác của Berkshire, không phải là kết quả của một lá thư dài hai trang. Giao dịch này diễn ra tương đối phức tạp hơn. Thực tế, PacifiCorp không phải là vụ mua bán trực tiếp. Công ty này được mua lại bởi một công ty con của Berkshire.

PacifiCorp là một công ty dịch vụ tiện ích công cộng, cung cấp điện cho khoảng 1,7 triệu khách hàng ở các bang Utah, Oregon, Wyoming, Washington, Idaho và California. Nó hoạt động dưới tên Rocky Mountain ở Utah, Wyoming và Idaho và sử dụng tên Pacific Power ở Oregon, Washington và California. Công ty tự sản xuất ra gần 80% sản lượng điện mà họ bán ra, chủ yếu từ 11 nhà máy nhiệt điện dùng than đá. 20% sản lượng còn lại được mua từ thị trường bán sỉ thông qua các hợp đồng ngắn hạn và dài hạn với những nhà cung cấp khác.

Công ty con của Buffett là MidAmerican Energy đã mua lại PacifiCorp vào tháng 3 năm 2006 với giá 5,1 tỷ USD, hay 1,25 lần giá trị sổ sách của nó. MidAmerican mua lại công ty này từ công ty ScottishPower, nhà cung cấp tài chính cho giao dịch này bằng 1,7 tỷ USD từ tiền mặt của nó. Nó huy động 3,4 tỷ USD còn lại bằng cách bán cổ phần bổ sung gồm các cổ phiếu phổ thông cho Berkshire. Kết quả của giao dịch này là Berkshire đã tăng tỷ lệ sở hữu của mình trong MidAmerican lên 87% từ mức 81%. Khoảng 11% của MidAmerican được Walter Scott sở hữu – ông được xem là một thành viên độc lập trong hội đồng quản trị của Berkshire. Thực ra, Scott kiểm soát đến 86% số cổ phiếu có quyền bầu cử trước khi Berkshire chuyển đổi cổ phiếu ưu đãi của nó thành cổ phiếu phổ thông vào tháng 2 năm 2006, chỉ một tháng trước vụ mua lại PacifiCorp. Thực tế, mối quan hệ kinh doanh được đan kết chặt chẽ một cách không bình thường giữa Berkshire và Scott làm cho một số nhà quan sát Buffett cảm thấy khó chịu về thái độ của ông đối với vấn đề quản lý doanh nghiệp – chúng ta sẽ xem xét điều này kỹ hơn trong Chương 7.

PacifiCorp là một công ty lớn và làm ăn có lợi nhuận tốt – cũng chính là loại công ty mà Buffett rất thích nắm quyền sở hữu. Trong năm tài chính kết thúc vào tháng 3 năm 2006, trước khi bị mua lại, PacifiCorp đã báo cáo những khoản thu nhập lên đến 358,6 triệu USD trên doanh thu 3,9 tỷ USD. Tỷ suất thu nhập trên vốn chủ sở hữu vào khoảng 9,7%. Nó thực sự đóng góp lớn vào thu nhập của MidAmerican và Berkshire Hathaway. Theo báo cáo thường niên của Berkshire, PacifiCorp chiếm khoảng 28% tổng doanh thu của MidAmerican năm 2001 và 21% thu nhập (trước thuế và lãi vay). Buffett đã nói rất rõ ràng ông thích hoàn tất những vụ mua lại các công ty có quy mô như vậy hoặc lớn hơn trong tương lai gần.

RUSSELL CORP

Russell Corp được thành lập năm 1902 và kể từ đó đến nay đã trở thành một tên tuổi được công nhận rộng rãi trong ngành hàng thể thao. Công ty nổi tiếng với trang phục thi đấu điền kinh, đồ thể thao và áo thun. Tuy nhiên, nhiều vận động viên điền kinh chuyên nghiệp hoặc những người chỉ tập luyện vào cuối tuần không nhận biết rằng Russell còn sở hữu một số thương hiệu phổ biến khác, bao gồm Spalding, nhà sản xuất găng tay bóng chày, bóng bầu dục và bóng rổ; Moving Confort, nhà sản xuất áo ngực thể thao và những phụ kiện điền kinh khác cho phụ nữ; và Brooks, chuyên sản xuất giày và các trang phục chạy bộ.

Ngành may mặc đã trở nên vô cùng khó khăn trong những năm gần đây khi sự cạnh tranh khốc liệt buộc các công ty phải giữ giá bán và tỷ suất lợi nhuận thấp. Russell đáp lại bằng cách triển khai một chương trình cắt giảm chi phí khá thành công năm 2003. Đó cũng là năm họ mua lại Spalding và Bike Athletic, có lẽ nổi tiếng đối với những phụ tùng hỗ trợ các vận động viên điền kinh. Nhờ các vụ thu mua, doanh số năm 2005 tăng 10% so với năm trước đó lên mức 1,4 tỷ USD. Không may là họ không có sự tăng trưởng nội bộ. Ngoại trừ việc mua lại công ty, doanh số thực sự bị giảm 2%. Lợi nhuận cũng giảm 28% so với 2004, xuống còn 34,4 triệu USD trong năm 2005.

Như PacifiCorp, Russell là một vụ thu mua gián tiếp. Nó được công ty con của Berkshire là Fruit of the Loom mua lại vào tháng 8 năm 2006 với giá 600 triệu USD(29). Với mức giá không bằng một nửa doanh thu thì giá này dường như quá tốt. Nhưng nó không quá rẻ như bề ngoài của nó. Russell là một công ty sử dụng nhiều vốn vay khi nó được Fruit of the Loom mua lại. Ngoài giá mua, Berkshire

---

(29) Fruit of the Loom cũng đã đồng ý mua lại công ty kinh doanh hàng may mặc riêng của VF Corp với giá 350 triệu USD.

cuối cùng phải gánh thêm khoảng 600 triệu tiền nợ bổ sung. Tuy nhiên, Buffett yêu thích những công ty đơn giản có các thương hiệu nổi tiếng. Russell phù hợp để ông mua lại ở khía cạnh này.

CÁC CỔ PHIẾU NIÊM YẾT

Ngoài việc mua lại một số công ty con, Berkshire cũng tăng tốc trong việc mua lại cổ phiếu phổ thông. Công ty có vị thế khá lớn trong bộ tứ hàng đầu (American Express, Coca-Cola, Procter & Gamble và Wells Fargo) và những công ty đã nắm giữ từ lâu (M&T Bank Corp, SunTrusts Bank, The Washington Post và Wesco Financial Corp). Mặc dù Berkshire chỉ liệt kê tám cổ phiếu niêm yết trong hồ sơ đăng ký 13F ngày 31 tháng 3 năm 1999, nhưng những hồ sơ gần đây liệt kê gần 40 cổ phiếu như thế.

Berkshire nắm giữ những vị trí khá quan yếu trong một số công ty có giá trị vốn hóa thị trường lớn nổi tiếng trong thời gian gần đây, Đầu năm 2005, Berkshire mua 40 triệu cổ phiếu của Anheuser-Busch với giá khoảng 2 tỷ USD. Công ty này chuyên sản xuất một số nhãn hiệu bia nổi tiếng như Michelob và Bud Light, đã mang lại khoảng 2 tỷ USD lợi nhuận năm 2006. Mặc dù Berkshire đã rút lui số lượng cổ phiếu nắm giữ của mình một ít, nhưng họ vẫn còn khoảng 36 triệu cổ phiếu của công ty này.

Berkshire sở hữu khoảng 18% cổ phần của ConocoPhillips, một trong những tập đoàn năng lượng tích hợp lớn nhất thế giới, chuyên thăm dò và khai thác dầu khí tự nhiên. ConocoPhillips tạo ra doanh thu khoảng 190 tỷ USD một năm. Thu nhập ròng năm 2006 đạt 15,5 tỷ USD. Berkshire bắt đầu mua lại ConocoPhillips từ quý 4 năm 2005. Do cổ phiếu đã tăng giá 140% từ đầu năm 2003 đến cuối

năm 2005 nên thời gian gia nhập của Berkshire có phần chậm trễ.

Johnson & Johnson là một trong những công ty lớn nhất thế giới trong lĩnh vực chăm sóc sức khỏe. Nó sản xuất hàng tiêu dùng, thuốc theo toa và thiết bị y khoa. Johnson & Johnson và Boston Scientific đã vướng vào một vụ tranh chấp cay đắng vào cuối năm 2005 đầu năm 2006, khi cả hai công ty cố gắng mua lại Guidant, một nhà sản xuất thiết bị y khoa khác. Boston Scientific cuối cùng đã thắng, nhưng có lẽ là kẻ thua cuộc thì đúng hơn, vì họ đã trả một mức giá quá cao để có được Guidant. Berkshire bắt đầu đầu tư vào Johnson & Johnson bằng việc mua lại hai triệu cổ phiếu trong quý 1 năm 2006. Theo hồ sơ gần đây nộp cho Ủy ban Chứng khoán, hiện Berkshire sở hữu đến 25 triệu cổ phiếu của Johnson & Johnson, trị giá khoảng 1,5 tỷ USD.

Berkshire bắt đầu mua Dun & Bradsteet vào tháng 9 năm 1999. Giao dịch mua ban đầu tương đối nhỏ, chỉ khoảng 355.000 cổ phiếu trị giá khoảng 10 triệu USD tại thời điểm đó. Dun & Bradsteet sau đó thành lập công ty Moody's Corp., chuyên về đánh giá xếp hạng tín dụng cho những người đi vay là doanh nghiệp hoặc các hội đồng thành phố. Moody's cạnh tranh trực tiếp với Standard & Poor's. Trong quý 4 năm 2000, Berkshire tiết lộ họ sở hữu 24 triệu cổ phiếu phổ thông của Moody's trị giá khoảng 615 triệu USD. Nó cũng sở hữu khoảng 12 triệu cổ phiếu Dun & Bradsteet, trị giá 310 triệu USD. Berkshire hiện không còn vị thế lớn trong công ty Dun & Bradsteet, nhưng sau khi tiến hành chia tách cổ phiếu theo tỷ lệ 2:1, 48 triệu cổ phiếu của Moody's gần đây có giá trị khoảng 3 tỷ USD.

Những công ty có mức vốn hóa thị trường lớn và nổi tiếng được ghi lại trong các báo cáo của Berkshire Hathaway bao gồm General

Electric, Lowes Companies, Nike, Sanofi-Aventis, Tyco International, United Parcel Service, Wal-Mart Stores, Burlington Northern Santa Fee và PetroChina(30). Hầu hết các nhà đầu tư đều không ngạc nhiên khi nhìn thấy những tên tuổi này, vốn là những công ty dẫn đầu thị trường trong ngành của mình.

Một công ty nhỏ hơn nhưng phù hợp với tiêu chí của Buffett là H&R Block, một công ty cung cấp dịch vụ khai thuế hàng đầu. Trở lại năm 1997, H&R Block ký kết một thỏa thuận với Berkshire nhằm cung cấp cho khách hàng của họ thông tin về công ty bảo hiểm xe hơi GEICO. Vào quý 4 năm 2000, Berkshire đã có vị trí đáng kể trong H&R Block nhờ việc mua lại 7,7 triệu cổ phiếu trị giá khoảng 319 triệu USD. Cổ phiếu này quả là một cổ phiếu có hiệu quả cao, hai lần được chia tách theo tỷ lệ 2:1. Tuy nhiên, trong thời gian gần đây, Berkshire đã thu hẹp tỷ lệ của mình. H&R Block đang đối mặt với sự cạnh tranh hết sức gay gắt trong lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của mình từ những công ty bán phần mềm khai thuế. Cuối cùng, Berkshire chỉ sở hữu khoảng 4 triệu cổ phiếu sau chia tách, trị giá vào khoảng 86 triệu USD.

Có lẽ tên tuổi gây ngạc nhiên nhất trong danh mục đầu tư của Berkshire là Comdisco Holding Co.. Sự nắm giữ cổ phiếu này đáng ngạc nhiên với hai lý do: nó liên quan đến công nghệ, và phá sản. Hai từ này hiếm khi được thấy đi chung với Warren Buffett. Berkshire sở hữu 1,5 triệu cổ phiếu Comdisco Holding, công ty được thành lập năm 2002 với mục đích thanh lý tài sản còn lại của Comdisco Inc. – một công ty cho thuê thiết bị công nghệ đã nộp đơn xin phá sản năm 2001. Berkshire công bố vị trí của nó trong

(30) Kể từ đó, Berkshire đã bán phần nắm giữ của mình trong PetroChina. Buffett tuyên bố quyết định bán cổ phần của mình chỉ được dựa trên việc định giá mà thôi, chứ không liên quan gì đến việc cổ đông gây áp lực đòi hỏi phải rút vốn đầu tư vì mối quan hệ của PetroChina với chính quyền Sudan, khi họ bị cáo buộc phạm tội diệt chủng ở Dafur.

Comdisco Holding vào cuối năm 2002. Đầu năm 2003, cổ phiếu này được bán đi ở giữa mức 80, mang lại cho Berkshire khoảng 120 triệu USD. Tuy nhiên, gần đây hơn, cổ phiếu Comdisco Holding được bán với giá 12 USD một cổ phiếu. Lượng cổ phiếu của Berkshire lúc đó chỉ còn lại 18 triệu USD.

Hầu hết các nhà đầu tư sẽ vô cùng ngạc nhiên với doanh thu từ danh mục đầu tư của Berkshire kể từ năm 2000. Tất nhiên, Buffett vẫn là người, như thường lệ, được các nhà đầu tư nghĩ rằng thích sở hữu vĩnh viễn cổ phiếu. Ông là người đã nói rằng bạn nên đầu tư giống như người mua lại doanh nghiệp, chứ không phải là người giao dịch cổ phiếu. Nhưng trong những năm gần đây, Berkshire đã mua thêm nhiều cổ phiếu với số lượng khá lớn, sau đó nhanh chóng bị loại bỏ khỏi danh mục của Berkshire. Một số tên tuổi nổi tiếng bao gồm Citigroup, Walt Disney, Best Buy, Gap Inc., Duke Energy và Cadbury Schweppes. Bảng 5.1 có thêm một số công ty khác nữa.

Bảng 5.1: Một số cổ phiếu được thêm vào và loại ra khỏi danh mục đầu tư của Berkshire Hathaway kể từ năm 2000

Liz Claiborne	Omnicom
Jones Apparel	Best Buy
Citigroup	Gap Inc.
Walt Disney	Level 3 Communications
GATX Corp.	Duke Energy
La-Z-Boy	HCA Inc.
Sealed Air	Cadbury Schweppes
Mueller Industries	Dean Foods
Dover Corp	Lexmark International

TÓM TẮT CHƯƠNG 5

- Buffett rất thích mua các công ty, nhưng ông không hề vội vã mua chúng. Ông thích chờ đến khi có cơ hội thích hợp, và ông không ngần ngại nắm giữ tiền nếu không có công ty nào thu hút được sự chú ý của ông. *Tiền sẽ không đốt thành lỗ thủng trong túi bạn được. Đừng nên mua một cổ phiếu nào đó chỉ vì bạn đang có tiền để đầu tư. Hãy chờ đợi đến khi cơ hội tốt nhất xuất hiện.*

- Do ông thường nói về những vụ thu mua của Berkshire bằng những từ ngữ hết sức đơn giản nên các nhà phê bình đôi khi nói rằng ông không thực hiện đủ sự suy xét xác đáng. Tuy nhiên, hãy an tâm: Buffett và đội ngũ của mình làm việc rất chi tiết và cẩn trọng trước khi thực sự sử dụng tiền của các cổ đông. Nếu bạn định đầu tư dài hạn như Buffett, *hãy đảm bảo rằng bạn nghiên cứu kỹ công ty trước khi tiến hành mua cổ phiếu của nó. Việc suy xét xác đáng phù hợp trong hôm nay có thể ngăn ngừa được sự hối tiếc trong tương lai.*

- Buffett rất hào hứng mua lại những công ty có đội ngũ quản lý giỏi. Đây là do ông không muốn tham gia vào hoạt động quản trị thường ngày. Ông thích tích tụ dòng tiền mà những công ty tốt có thể mang lại, và sau đó ra quyết định tái đầu tư số vốn đó ra sao. *Các nhà đầu tư dài hạn nên dành sự chú ý đặc biệt cho chất lượng của đội ngũ quản lý. Hãy đảm bảo đội ngũ quản lý cấp cao dành sự quan tâm thích đáng đến hoạt động của công ty. Và hẳn bạn cũng không muốn đầu tư vào một công ty với những người trụ cột đang tìm cách rút lui hoặc nghỉ hưu.*

- Iscar là vụ thu mua công ty đầu tiên của Berkshire bên ngoài nước Mỹ. Buffett tuyên bố ông "chưa bao giờ cảm thấy ấn tượng hơn với bất cứ hoạt động nào khác". *Trong tương lai, phần lớn sự tăng trưởng kinh tế của thế giới sẽ diễn ra bên ngoài nước Mỹ. Hãy xem xét mua những cổ phiếu ở nước ngoài (tốt hơn hết là thông qua các quỹ tương hỗ quốc tế hoặc quỹ ADR(31) trên thị trường chứng khoán Mỹ), và đừng sợ khi phải đầu tư một khoản tiền nào đó vào những công ty ở những khu vực không ổn định trên thế giới.*

- Mặc dù các công ty cung cấp tiện ích công cộng luôn là đối tượng điều chỉnh đầu tiên của chính phủ, nhưng Buffett lại là người rất thích các công ty này. Năm 2006, khoảng 900 triệu USD từ khoản thu nhập thuần 11 tỷ USD của Berkshire đến từ công ty con MidAmerican. *Một công ty cung cấp tiện ích công cộng được điều hành tốt có thể tạo ra dòng tiền ổn định. Các công ty như thế nên là những hạng mục nắm giữ chủ chốt trong danh mục đầu tư của bạn.*

- Mặc dù Berkshire duy trì quyền sở hữu các công ty con của mình trong dài hạn, nhưng danh mục đầu tư vào các cổ phiếu niêm yết thể hiện sự gia tăng số lượng lớn trong những năm gần đây. Những cổ phiếu nổi tiếng đã có mặt trong danh mục đầu tư của Berkshire trong thời gian ngắn ngủi bao gồm Citigroup, Duke Energy, Best Buy, Gap và PetroChina. Những cổ phiếu được mua gần đây hơn bao gồm Burlington Northern

(31) Hầu hết các công ty nước ngoài niêm yết trên thị trường chứng khoán Mỹ sử dụng một công cụ tài chính gọi là ADRs - American Depository Receipts. Cổ phiếu của các doanh nghiệp này không được bán trực tiếp cho các nhà đầu tư Mỹ mà do một số ngân hàng (gọi là depository bank) nắm giữ. Các ngân hàng này sau đó phát hành các ADRs và bán cho các nhà đầu tư. Mỗi ADRs tương đương với một giấy chứng nhận sở hữu một số lượng cổ phiếu nhất định. Như vậy thực chất các nhà đầu tư không mua cổ phiếu mà chỉ mua các chứng chỉ sở hữu cổ phiếu của các doanh nghiệp nước ngoài.

Santa Fe, Anheuser-Busch, ConocoPhillips, Johnson & Johnson, General Electric, Wal-Mart và Tyco International. *Nếu việc nắm giữ một cổ phiếu trong danh mục đầu tư của bạn không còn nhiều ý nghĩa thì đừng ngần ngại bán chúng đi. Trái với những ý kiến phổ biến rằng Buffett là nhà đầu tư dài hạn, hiện nay, đôi khi Buffett cũng giao dịch cổ phiếu trong thời gian ngắn.*

6

KHI CÁC KHOẢN ĐẦU TƯ "TỐT" TRỞ THÀNH KÉM

Tôi đã phạm sai lầm chết người!

- Warren Buffett, 2002, 2005

Nếu làm theo Buffett thì đầu tư là một trò chơi đòi hỏi sự kiên nhẫn rất lớn mà kết quả hiếm khi xuất hiện ngay và không phải lúc nào chúng cũng luôn rõ ràng. Lịch sử đầu tư của Buffett cho thấy rằng có những vụ đầu tư nhanh chóng trở nên xấu đi và có vẻ giống như một thất bại nhưng cuối cùng lại có thể trở thành sự thành công lớn nhiều năm sau đó. Trái lại, một vụ đầu tư lúc đầu trông như là một thành công lớn nhưng rút cục kết thúc là một sai lầm nghiêm trọng. Tất nhiên, bạn sẽ không muốn ăn mừng quá sớm.

Nói theo thuật ngữ bóng chày, Warren Buffett đã có rất nhiều cú đánh thành công. Nhiều thương vụ cuối cùng mang lại những kết quả xuất sắc. GEICO, National Indemnity, See's Candies, Borsheim's Fine Jewelry, Coca-Cola, Wells Fargo, American Epress, Washington Post và Gillette (được Procter & Gamble mua lại năm 2005) là những hạng mục đầu tư tốt nhất của ông. Tuy

nhiên, cũng thật khó tin, Buffett đã phạm phải nhiều sai lầm gây tổn thất lớn. Điều này cho thấy ông cũng là con người, cũng mắc sai lầm như người khác. Nhưng rất may cho các cổ đông của Berkshire Hathaway, sai lầm của Buffett rất ít và thỉnh thoảng mới xảy ra. Nhưng chúng cũng nhắc nhở chúng ta rằng không có nhà đầu tư nào, kể cả Buffett, có một lịch sử đầu tư hoàn hảo cả.

Buffett là một nhà đầu tư chứ không phải là nhà quản lý. Thực tế, ông rất ghét tham gia vào hoạt động quản trị ở những công ty mà ông đã mua. Đây là lý do tại sao ông nhấn mạnh đến việc mua lại những công ty có sẵn bộ máy quản lý giỏi. "Ở Berkshire, chúng tôi không chỉ dẫn cho những tay vụt bóng chày cấp .400 cách vung chày." Nhưng Buffett cũng có lần phải can thiệp và nhúng tay vào việc quản lý khi có rắc rối phát sinh. Ông nói ông ghét phải sa thải nhân viên, nhưng như tất cả những nhà quản lý giỏi khác, ông sẽ làm mọi thứ cần thiết để bảo vệ cổ đông của mình.

Buffett cũng nghi ngờ những vụ mua bán được tài trợ bằng chính vốn chủ sở hữu. Ông nghĩ nếu việc mua lại một công ty có ý nghĩa nào đó, thì người mua lại nên sẵn sàng thanh toán bằng tiền. Năm 1998 ông đã thanh toán cho việc mua lại hai công ty với ít nhất là một số cổ phiếu của Berkshire. Cả hai cuối cùng trở thành những khoản đầu tư đầy rắc rối.

Dù Buffett nổi tiếng là một nhà đầu tư dài hạn, nhưng ông biết khi nào cần cắt lỗ và thoát ra. Ông không chống lại việc chấp nhận lỗ và thoát khỏi một khoản đầu tư nào đó nếu ông tin không có nhiều hy vọng để lật ngược tình thế.

Thành công của Buffett đã được phân tích kỹ lưỡng trong nhiều ấn phẩm viết về ông; và việc nghiên cứu sự thành công của

ông dĩ nhiên có nhiều ý nghĩa. Trong chương này, chúng ta sẽ xem xét bốn trong số các vụ đầu tư rắc rối của Buffett. Mục đích của việc xem xét này không nhằm làm ông bối rối. Thực ra, xét đến lịch sử đầu tư của ông, việc làm ông bối rối gần như là bất khả thi. Ông cũng không có gì phải xấu hổ cả. Tuy nhiên, các bạn nên hiểu đôi khi có rất nhiều bài học quý từ những sai lầm và thất bại của một nhà đầu tư xuất sắc. Ngoài ra, khi biết rằng ngay cả nhà đầu tư vĩ đại nhất cũng phạm sai lầm, bạn sẽ định ra những kỳ vọng hợp lý hơn về năng lực đầu tư của chính bạn.

SALOMON INC.

Salomon Inc. là ví dụ hiển nhiên nhất về việc Buffett can thiệp và thực hành quản lý doanh nghiệp. Khởi đầu là một quỹ hợp doanh năm 1910, Salomon Brothers là một trong những ngân hàng uy tín nhất ở Phố Wall. Trong thập niên 1980, có lẽ nó là nhà băng có thu nhập cố định ưu việt hàng đầu thế giới, với uy tín lớn trong việc phát triển những sản phẩm đầy sáng tạo như chứng khoán có thế chấp bằng tài sản. Salomon là một công ty vô cùng thành công, nhưng một số người cho rằng nó quá hãnh tiến. Tom Wofle, tác giả quyển *The Bonfire of the Vanities*, được cho là đã xây dựng nhân vật chính Sherman McCoy – người mà ông gọi là Chúa tể của Vũ trụ – theo tính cách của những người giao dịch trái phiếu ở Salomon.

Khoản đầu tư ban đầu của Berkshire vào Salomon không chỉ đơn thuần bắt đầu với việc Buffett mua một số cổ phiếu phổ thông. Thay vào đó, ông đã thương thảo một giao dịch đặc biệt. Ông đồng ý mua một lượng cổ phiếu ưu đãi chuyển đổi trị giá 700 triệu USD. Như chúng ta đã biết trong Chương 4, hình thức đầu tư của tư nhân

vào các tài sản công được gọi tắt là PIPE. PIPE đã trở thành cách làm việc đặc trưng của Berkshire trong nhiều vụ đầu tư lớn. Nó trở thành một ví dụ hoàn hảo cho những gì mà Buffett và Berkshire có thể làm, nhưng các nhà đầu tư bình thường khác không thể làm được.

Salomon đồng ý giao dịch với Berkshire vì nó cần tiền mặt để mua lại một số cổ phiếu phổ thông của mình từ một nhóm cổ đông đang xem xét bán cổ phiếu lại cho Ronald Perelman. Ban quản trị xem Ronald Perelman là một người thu mua cổ phiếu thù địch, nhưng họ xem Berkshire Hathaway của Buffett là một thế lực thân thiện hơn nhiều. Cùng với khoản đầu tư của mình, Buffett được trao một ghế trong hội đồng quản trị của Salomon.

Ban đầu, mọi việc diễn ra rất suôn sẻ. Khoản đầu tư của Berkshire thể hiện sự khôn ngoan vì cổ phiếu của Salomon tăng giá. Nhưng sau đó, mọi thứ trở nên xấu đi. Hóa ra, Salomon có một người giao dịch tay trong – hắn đã cố gắng qua mặt các quy tắc của Bộ Ngân khố nhằm ngăn chặn bất cứ tổ chức nào kiểm soát thị trường trái phiếu chính phủ. Tệ hơn nữa, khi bộ máy quản lý phát hiện vấn đề, họ không báo cáo ngay lập tức cho các cơ quan có thẩm quyền hoặc cho hội đồng quản trị. Buffett đành phải miễn cưỡng đảm nhận vai trò giám đốc điều hành năm 1991 để cứu Salomon. Quan trọng nhất là ông đã có khả năng thuyết phục Bộ Ngân khố đảo ngược quyết định mà họ đã ban hành, vốn sẽ cấm Salomon tham gia đấu giá bất cứ trái phiếu nào của chính phủ trong tương lai. Lệnh cấm đó nếu được thực thi sẽ chấm dứt hoạt động kinh doanh của Salomon và có lẽ đưa Salomon vào phá sản. Nó cũng sẽ hủy diệt giá trị khoản đầu tư khá lớn của Berkshire vào công ty này. Tệ hơn nữa, nó có thể gây ra cơn khủng hoảng toàn diện trên thị trường tài chính thế giới.

Điều thú vị là John Meriwether, người bước vào nghề kinh doanh chứng khoán dựa trên sự chênh lệch giá trái phiếu năm 1975 khi làm việc ở Salomon, là một trong những người bị phát hiện gian lận trong vụ Salomon. Nếu cái tên Meriwether nghe có vẻ quen thuộc thì đó là vì Meriwether đóng một vai trò lớn hơn nhiều trong một vụ tai tiếng về tài chính khác có khả năng gây ra hậu quả nghiêm trọng cho thị trường thế giới. Meriwether là sáng lập viên quỹ Long-Term Capital Management, một hedge fund đầy tai tiếng đã sụp đổ năm 1998 và phải được bảo lãnh vào phút chót bởi các chủ nợ được Ngân hàng Dự trữ Liên bang tại New York sắp xếp.

Nhờ Buffett, Salomon đã được giải cứu. Năm 1992, ông thôi giữ chức giám đốc điều hành. Năm năm sau, Salomon bị Travelers Group mua lại, giờ là một phần thuộc Citigroup. Có lẽ điều đáng ngạc nhiên là nó đã tạo ra 2,5 lần giá trị đầu tư ban đầu trong 10 năm. Vì thế, có thể xem Salomon thực sự là một khoản đầu tư đầy rắc rối hay không? Xét trên quan điểm thu nhập từ đầu tư, Salomon quả thực là một sự thành công. Tuy nhiên, không thể tin được rằng Buffett sẽ đầu tư vào Salomon nếu ông biết được bất cứ dấu hiệu nào của vụ khủng hoảng mà công ty này sắp trải qua. Mặc dù Salomon cuối cùng trở thành một vụ đầu tư có lợi nhuận, nhưng nó đã đẩy Buffett vào một hoàn cảnh mà chắc chắn ông luôn muốn tránh xa.

GENERAL RE

General Re là một công ty tái bảo hiểm, nghĩa là một công ty bảo hiểm dành cho các công ty bảo hiểm. Cũng giống như việc bạn mua bảo hiểm để tự bảo vệ mình khỏi mất mát tài sản, công ty mà bạn có hợp đồng bảo hiểm cũng có thể mua bảo hiểm để tự bảo vệ họ

khỏi phải gánh chịu tổn thất trong trường hợp số vụ đòi bồi thường quá khả năng của họ.

Berkshire đã mua lại General Re vào cuối năm 1998 với giá 22 tỷ USD, một khoản tiền vô cùng khổng lồ vào thời điểm đó, cũng như bây giờ. Các cổ đông General Re được nhận tiền bán công ty với hình thức phối hợp giữa tiền mặt và cổ phiếu Berkshire. Bản thân điều này cũng đã lạ thường với Buffett. Ông luôn chống lại việc thanh toán cho các vụ thu mua bằng cổ phiếu công ty. Thực ra, năm 1996, ông đã phát hành cho cổ đông một quyển sổ tay liệt kê "Những nguyên tắc kinh doanh liên quan đến chủ sở hữu". Ông thường gọi quyển sổ tay này là "Cẩm nang Chủ sở hữu". Nguyên tắc số 10 nói về sự ngần ngại của ông trong việc phát hành cổ phiếu phổ thông của Berkshire cho bất cứ mục đích gì. Tuy nhiên, Buffett nói rằng Berkshire "sẽ xem xét phát hành cổ phiếu khi chúng tôi nhận được giá trị kinh doanh nội tại tương xứng với khoản tiền chúng tôi chi ra".

Buffett rất thích các doanh nghiệp bảo hiểm. Thực ra, sự thành công vang dội của Berkshire những năm qua phần lớn là nhờ sự tập trung của ông vào ngành này. Lý do chính làm cho Buffett yêu thích ngành này là ở khả năng tiếp cận *"lượng tiền tự do"*. Lượng tiền tự do là sự chênh lệch giữa các khoản lệ phí bảo hiểm mà công ty nhận được và những khoản yêu cầu bảo hiểm mà họ sẽ phải thanh toán. Do các khoản thanh toán bảo hiểm thường không được chi trả nhiều năm sau khi các khoản phí bảo hiểm được nộp vào, nên lượng tiền tự do là rất lớn. Tất nhiên, các công ty bảo hiểm không dại gì mà giữ lượng tiền tự do không sinh lời. Họ sẽ sử dụng nó vào kinh doanh. Họ sẽ mua các loại chứng khoán tài chính như cổ phiếu và trái phiếu

để có thể kiếm được những khoản thu nhập kha khá. Nhờ vụ mua lại General Re, lượng tiền tự do trung bình của Berkshire tăng vọt từ 7 tỷ USD năm 1997 lên gần 23 tỷ USD năm 1998.

Tuy nhiên, mặc dù có lượng tiền tự do lớn như vậy nhưng mọi việc cũng không có sự khởi đầu thuận lợi. Trong thư gởi cổ đông năm 1999, Buffett nói: "Chúng ta gánh chịu một khoản lỗ khổng lồ - tôi tin là bất thường - ở General Re". Buffett quyết định rằng General Re đã không tính đủ chi phí cho các hợp đồng bảo hiểm nhận được. Do sự cạnh tranh gay gắt, các doanh nghiệp thường giảm giá để giành lấy thị phần và gia tăng doanh số. Nhưng các chiến lược định giá quá tay cuối cùng lại xâm phạm đến chi phí cơ bản của công ty. Qua việc định giá thấp các hợp đồng bảo hiểm, General Re đã tự cắt đi lợi nhuận của mình. Buffett quyết định công ty cần tăng tỷ suất lợi nhuận lên. Ông biết thu nhập từ các hợp đồng bảo hiểm sẽ giảm đi, nhưng ông nói "nếu không có thảm họa nghiêm trọng nào trong năm 2000, thì khoản thua lỗ của công ty sẽ giảm xuống đáng kể".

Như trình bày trong Bảng 6.1, doanh thu bảo hiểm của General Re thực sự đã giảm xuống như ước đoán của Buffett – có lẽ còn mạnh hơn một chút. Doanh số bảo hiểm đã giảm 30% trong 6 năm với thời gian kết thúc là tháng 12 năm 2006. Phần lớn sự sụt giảm diễn ra ở chi nhánh bảo hiểm nhân thọ Bắc Mỹ. Thú vị là có một điểm cần lưu ý về General Re trong thư gởi cổ đông năm 1999: dù hiệu quả tài chính đáng thất vọng, nhưng Buffett vẫn bày tỏ sự tin tưởng vào Ron Ferguson, giám đốc điều hành của General Re. Đây là một lời nhận xét mà chắc chắn ông phải hối tiếc.

Bảng 6.1: Doanh số bảo hiểm của General Re (triệu USD)

Năm	Doanh số
2000	8.696
2001	8.353
2002	8.500
2003	8.245
2004	7.245
2005	6.435
2006	6.075

Mặc dù mọi việc đã trở nên sáng sủa hơn trong năm 2000, Buffett đã thể hiện sự quan ngại đối với chi phí cho lượng tiền tự do. Nhưng ông dường như rất tự tin chi phí này sẽ sớm giảm xuống. Ông nói vẫn còn nhiều việc cần phải làm ở General Re, nhưng ông tỏ ra hài lòng với các hợp đồng bảo hiểm giờ đây đang được định giá một cách hợp lý. Ông cũng hài lòng khi lợi nhuận của General Re đang quay trở lại những tiêu chuẩn trong quá khứ. Và như ông thường làm mọi năm, ông lại bắt đầu nói với những thuật ngữ tiên tri về tai họa: "Nếu chẳng có thảm họa lớn nào trong năm 2001, chi phí cho lượng tiền tự do của General Re sẽ giảm đáng kể".

Không may là thảm họa mà Buffett luôn sợ hãi đã thực sự diễn ra khi bọn khủng bố tấn công nước Mỹ vào ngày 11 tháng 9 năm 2001. Trong khi những người khác đang điếng người tự hỏi ai có thể nhìn thấy trước một tai họa thảm khốc như vậy, thì Buffett lại tự trách mình theo một cách rất đặc trưng: "Tôi đã để cho General Re tiếp nhận hoạt động kinh doanh mà không có phương tiện bảo vệ mà tôi biết là rất quan trọng, và vào ngày 11 tháng 9, sai lầm này đã buộc chúng ta phải trả giá".

Buffett tiếp tục giải thích ba nguyên tắc then chốt trong ngành bảo hiểm: (1) Chỉ chấp nhận những rủi ro mà bạn có thể đánh giá một cách hợp lý; (2) Đảm bảo rằng những rủi ro mà bạn có thể chấp nhận không có mối quan hệ tương quan với nhau để một sự kiện đơn lẻ không thể đe dọa đến khả năng thanh toán, và (3) Dù lợi nhuận cao đến mức nào đi nữa cũng không làm ăn với người xấu.

Ông nói ông đã thất bại trong việc triển khai một cách thích hợp hai nguyên tắc đầu tiên ở General Re. Ông cũng nói General Re đã tỏ ra quá hăng hái trong hoạt động kinh doanh của mình. Điều này ý muốn nói là các hợp đồng bảo hiểm vẫn chưa được định giá tương xứng. Ông hứa sẽ khôi phục lại kỷ luật trong hoạt động bảo hiểm. Berkshire ước tính thiệt hại bảo hiểm trước thuế do vụ tấn công khủng bố 11 tháng 9 ở mức 2,4 tỷ USD (riêng General Re phải gánh 1,9 tỷ USD), làm giảm thu nhập ròng của công ty 1,5 tỷ USD. Điều khôi hài là chỉ một thời gian ngắn sau khi vụ tấn công khủng bố xảy ra, Ron Ferguson, người được Buffett khen ngợi trước đó chỉ hai năm, đã từ chức giám đốc điều hành. Thay ông là Joe Brandon.

Buffett cũng tiết lộ trong lá thư đó rằng chi phí 800 triệu USD được khấu trừ vào thu nhập năm 2001 bởi quỹ dự phòng của General Re trong những năm trước đó đã thể hiện không đầy đủ mức trách nhiệm. Mặc dù ông cam đoan với các cổ đông rằng đây chỉ là một sai lầm trung thực, nhưng ông nói nó đã sỉ nhục những mức lợi nhuận được công bố quá lố và mức tiền thưởng quá cao trong những năm trước.

Có một chi tiết khác rất thú vị trong thư gởi cổ đông năm 2001. Lá thư tiết lộ một quyết định "sự khởi đầu của một hoạt động bổ sung dài hạn GRS". GRS là viết tắt của General Re Securities, một đơn vị của General Re tham gia vào việc giao dịch những chứng

khoán phái sinh có lẽ vì mục đích ngăn ngừa rủi ro. GPS sau đó trở thành một trong những vấn đề nhức nhối nhất của Buffett.

Trong báo cáo thường niên năm 2002, Buffett khen ngợi Joe Brandon vì đã khôi phục được kỷ luật trong hoạt động bảo hiểm ở General Re. Nhưng dường như Buffett cũng bày tỏ sự hối tiếc vì đã tiến hành thu mua lại công ty này. Khi Buffett quyết định mua General Re, ông nghĩ công ty đang thực hành kỷ luật bảo hiểm thích đáng và những chính sách dự phòng đó là thận trọng. Tuy nhiên, trong thư gởi cổ đông năm 2002, ông nói: "Tôi đã phạm sai lầm chết người".

Tuy nhiên, Buffett dường như tin rằng điều tệ hại nhất đã trôi qua và General Re đang chuyển biến mạnh mẽ như mong đợi. Sau đó ông khám phá thêm một vấn đề khác. Ông nói GRS đã thua lỗ 173 triệu USD ở mục lợi nhuận trước thuế do hoạt động giao dịch chứng khoán phái sinh. Mặc dù Buffett thừa nhận, "Đôi khi tôi tham gia vào những giao dịch chứng khoán phái sinh có quy mô lớn để tạo điều kiện cho một số chiến lược đầu tư". Nhưng ông dành ra ba trang để xem xét những nguy cơ khổng lồ do chứng khoán phái sinh đặt ra. Đây cũng là lá thư chứa một tuyên bố nổi tiếng của Buffett dành cho chứng khoán phái sinh, rằng đó là "công cụ tài chính có sức hủy diệt hàng loạt."(32)

Một năm sau, Buffett tuyên bố các vấn đề của General Re đã được giải quyết. Như thể hiện trong Bảng 6.2, General Re báo cáo lợi nhuận từ hoạt động bảo hiểm lần đầu tiên kể từ khi Berkshire mua lại vào tháng 12 năm 1998. Trong khi các khoản thua lỗ bảo hiểm là điều không bình thường trong ngành bảo hiểm, thì chúng càng không phải là điều bình thường đối với những công ty bảo hiểm do Berkshire sở hữu. Buffett đã khen ngợi Joe Brandon và đối tác Tad Montross vì

(32) "Financial weapons of mass destruction".

họ đã làm một việc rất tuyệt vời để đưa General Re trở lại đúng quỹ đạo của nó. Tuy nhiên, ông cũng đồng thời nói rằng chứng khoán phái sinh xâm phạm mức lợi nhuận trước thuế của General Re tới 99 triệu USD năm 2003. Một lần nữa, ông tự trách mình đã không chuyên tâm hơn, rằng lẽ ra ông có thể giữ lại cho các cổ đông ít nhất là 100 triệu USD nếu ông hành động khẩn trương hơn nhằm hủy bỏ các hợp đồng chứng khoán phái sinh và đóng cửa GRS.

Bảng 6.2: Lãi/(lỗ) bảo hiểm trước thuế của General Re (triệu USD)

Năm	Lãi/(lỗ)
1999	(1.184)
2000	(1.254)
2001	(3.671)
2002	(1.393)
2003	145
2004	3
2005	(334)
2006	526

Bảng 6.3: Lỗ từ chứng khoán phái sinh của GRS

Năm	Giá trị
2002	173
2003	99
2004	44
2005	104
2006	5

Mọi việc tiếp tục được cải thiện trong năm 2004. Dù các khoản lỗ liên quan đến các thảm họa mưa bão lên đến 1,25 tỷ USD, nhưng General Re vẫn có thể báo cáo lợi nhuận bảo hiểm, dù là một khoản nhỏ bé. Ngoài ra, các khoản lỗ từ chứng khoán phái sinh ở GRS giảm xuống chỉ còn 44 triệu USD. Nhưng năm 2004 chỉ là một khoảng lặng trước cơn bão. Cũng tệ hại như mùa bão năm 2004, năm 2005 tình hình còn tệ hại hơn nữa. Đó là năm mà cơn bão Katrina nhấn chìm New Orleans. Tổng cộng, Katrina và những cơn bão khác làm Berkshire mất 3,4 tỷ USD trong năm 2005. Tuy nhiên, phần lớn các khoản lỗ thuộc về các đơn vị kinh doanh bảo hiểm khác của Berkshire.

Nhờ sự kiên trì của Buffett đòi hỏi General Re phải hình thành một phương pháp thận trọng hơn trong hoạt động bảo hiểm, các khoản lỗ liên quan đến thảm họa do bão lũ gây ra năm 2005 chỉ ở mức 685 triệu USD. Trong khi đây là một dấu hiệu đáng khích lệ cho thấy General Re cuối cùng đã giải quyết được vấn đề, thì GRS tiếp tục báo cáo lỗ từ hoạt động giải quyết các hợp đồng chứng khoán phái sinh, thua lỗ 104 triệu USD trong năm 2005. Tuy nhiên, tin tốt là 95% các rủi ro chứng khoán phái sinh của nó đã được loại bỏ. Buffett tự tin rằng những khoản lỗ trong tương lai của đơn vị này sẽ không còn đáng kể nữa.

Ông đã đúng. Các khoản lỗ từ chứng khoán phái sinh của GRS chỉ ở mức 5 triệu trong năm 2006. Có lẽ điều quan trọng hơn là vào cuối năm đó, chỉ còn có 197 hợp đồng cần phải giải quyết. Khi quá trình giải quyết bắt đầu vào năm 2002, có đến 23.218 hợp đồng cần được xử lý. Nói chung, năm 2006 đã trở thành một năm kỷ lục cho tất cả các đơn vị bảo hiểm của Berkshire. Thu nhập trước thuế từ hoạt động bảo hiểm của General Re đã nhảy vọt mạnh mẽ.

Tất nhiên, General Re đã mang lại cho Buffett nhiều nỗi nhức nhối về tài chính. Không may là nó cũng đã mang lại cho ông một số vấn đề về pháp lý. Ví dụ, công tố viên vùng Đông Virginia ra trát hầu tòa cho General Re và một số nhân viên của họ liên quan đến cuộc điều tra về Reciprocal of America, khi tổ chức này buộc phải phá sản. Reciprocal là một công ty tái bảo hiểm chuyên về các rủi ro trách nhiệm trong ngành y dược.

Hai đơn vị của General Re, General Reinsurance Australia (GRA) và Kölnische Ruckversicherungs-Gesellschaft (KR) bị cáo buộc đã giúp đỡ công ty FAI Insurance Limited giải trình các giao dịch tái bảo hiểm một cách không thích hợp. Sự việc được lý giải là: với các hợp đồng tái bảo hiểm, FAI có thể chuyển các khoản lỗ thành khoản lãi trên giấy tờ, điều này đã lừa HIH Insurance Limited phải trả một mức giá quá cao năm 1998 khi họ thu mua lại FAI.

Tập đoàn American International Group (AIG), trước đây được điều hành bởi Maurice "Hank" Greenberg, thừa nhận đã sử dụng những hợp đồng tái bảo hiểm để nhào nặn các khoản thu nhập thay vì cho mục đích quản lý rủi ro hợp pháp. AIG đã trả 1,64 tỷ USD để giải quyết các vụ án gian lận dân sự. Không may cho Buffett, General Re đã tham gia những hợp đồng tái bảo hiểm đó. Bốn cựu giám đốc General Re, bao gồm Ron Ferguson, bị truy tố với tội tham gia vào kế hoạch của AIG. Mặc dù Ferguson đã thôi chức giám đốc điều hành năm 2001, nhưng ông vẫn cung cấp dịch vụ tư vấn cho General Re. Tuy nhiên, dịch vụ của ông đã bị General Re chấm dứt năm 2005, ngay sau khi Ferguson viện dẫn đến các quyền của mình theo Tu chính luật số 5 thay vì trả lời những câu hỏi được nhà chức trách đặt ra liên quan đến vụ AIG.

Tháng 11 năm 2006, Cơ quan Dịch vụ Tài chính Anh Quốc đã phạt General Re 1,2 triệu bảng Anh (tương đương 2,3 triệu USD) vì đã sắp xếp những hợp đồng tái bảo hiểm không phù hợp. Một trong những hợp đồng này rõ ràng đã giúp một công ty bảo hiểm Đức trốn thuế bằng cách chuyển quỹ cho một công ty con ở Ireland.

Điều quan trọng cần lưu ý là nhiều vấn đề tài chính và pháp lý của General Re đều bắt nguồn từ trước khi Berkshire mua lại công ty này. Dưới sự quan sát của Buffett, General Re đang tự làm trong sạch hoạt động của mình. Có lẽ một ngày nào đó, General Re sẽ trở thành một trong những vụ đầu tư thành công của Berkshire, thậm chí là thành công rực rỡ. Nhưng không còn nghi ngờ gì nữa, đây có thể được xem là một trong những vụ thu mua đầy rắc rối của Buffett. Thật khó tin rằng Buffett mua General Re năm 1998 nếu lúc đó ông biết những điều giờ mới biết.

NETJETS

Berkshire mua lại NetJets (trước đây có tên gọi là Executive Jet) với giá 725 triệu USD vào năm 1998. Đó cũng là năm họ mua General Re. Cũng như vụ thu mua General Re, Berkshire thanh toán tiền mua NetJets bằng tiền mặt và cổ phiếu. Xét đến sự chống đối nổi tiếng của Buffett đối với việc sử dụng cổ phiếu để thanh toán cho các vụ thu mua, có lẽ chúng ta cũng không cần phải ngạc nhiên khi biết rằng NetJets cuối cùng cũng là một vụ thu mua rắc rối, giống như General Re.

NetJets là một doanh nghiệp có tính đổi mới đầy thú vị. Họ bán những "gói sở hữu" một phần những chiếc máy bay của mình. Khách hàng mua những "gói" này được hưởng một lượng thời gian

bay nhất định trong năm. Ngoài việc mua một phần chiếc máy bay, khách hàng phải thanh toán thêm theo thời gian bay thực cũng như chi phí quản lý hàng tháng. Bay cùng NetJets đắt hơn khá nhiều so với việc bay cùng các hãng hàng không thương mại, nhưng nó rẻ hơn nhiều so với việc mua và duy trì một chiếc máy bay và đội bay để sử dụng riêng.

Khách hàng phổ biến của NetJets là các tập đoàn hay những cá nhân có tài sản lớn, thường xuyên di chuyển và cần phải bay với thời gian báo trước rất ngắn. Trên thực tế, NetJets đòi hỏi chỉ cần báo trước bốn tiếng để họ chuẩn bị máy bay và sẵn sàng bay đến bất kỳ sân bay nào trên thế giới. Buffett đã từng là khách hàng của NetJets trong nhiều năm trước khi Berkshire mua lại công ty này. Phi công của NetJets được huấn luyện ở FlightSafety International, một trong những công ty con của Berkshire.

Mọi việc khởi đầu rất tốt đẹp với việc ngay lập tức NetJets đóng góp vào tổng doanh thu và lợi nhuận của Berkshire. Tuy nhiên, Buffett đã sớm cảnh báo rằng tỷ suất lợi nhuận trong công ty này quá mỏng manh. Cụ thể, những nỗ lực mở rộng kinh doanh sang châu Âu và trọng tâm ngày càng đặt nặng vào an toàn bay làm cho NetJets cảm thấy khó khăn để tăng trưởng vượt trội. NetJets không thể chuyển tốc độ tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ ở châu Âu thành lợi nhuận được. Và ngay từ đầu, cả Buffett và giám đốc điều hành NetJets là Rich Santulli nhấn mạnh rằng an toàn bay là mối quan ngại cốt lõi nhất. Họ luôn thể hiện sự sẵn sàng chi tiêu bất cứ khoản nào cần thiết để bảo đảm an toàn bay cho khách hàng. Ví dụ, phi công phải trải qua hai đợt huấn luyện nặng hàng năm. Họ được huấn luyện còn nhiều hơn mức mà Cơ quan Hàng không Liên bang yêu cầu. Và không giống các công ty cạnh tranh, NetJets huấn luyện

từng phi công để bay chỉ một loại máy bay. Nhưng đồng thời, NetJets lại cho khách hàng lựa chọn rất nhiều loại máy bay. Phi đội bay của công ty gồm rất nhiều máy bay của nhiều hãng khác nhau. Các công ty sở hữu một phần khác thường chỉ gắn liền với một hãng sản xuất máy bay mà thôi, và điều này giúp việc huấn luyện phi công được dễ dàng hơn và giữ được mức chi phí thấp hơn.

Do NetJets và FlightSafety International có quan hệ chặt chẽ với nhau nên đến năm 2005, Berkshire đã gộp kết quả của chúng lại thành một nhóm gọi là Dịch vụ Bay. Kể từ khi NetJets được mua lại, nó là động lực tăng trưởng doanh thu lớn nhất của nhóm này. Như thể hiện trong Bảng 6.4, doanh thu nhóm này tăng 12% hàng năm trong 6 năm tính đến 2005. Không may là, NetJets cũng chính là lý do cơ bản giải thích tại sao lợi nhuận giảm 47% trong cùng thời kỳ này. Năm 2001, NetJets thậm chí còn góp phần vào gánh nặng nợ lớn hơn của Berkshire khi nó mượn tiền để "chi cho việc mua hàng tồn kho máy bay và đội bay chính".

Bảng 6.4: Doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của Dịch vụ Bay của Berkshire (triệu USD)

Năm	Doanh thu	Lợi nhuận
1998	858	181
1999	1.856	225
2000	2.279	213
2001	2.563	186
2002	2.837	225
2003	2.431	72
2004	3.244	191
2005	3.660	120

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của nhóm này tăng trưởng tốt năm 2002. Nhưng sự gia tăng không phải là kết quả của việc cải thiện hoạt động. Thay vào đó, nó đến từ khoản thu một lần duy nhất 60 triệu USD từ việc bán đi một phần liên doanh với hãng Boeing. Tương tự, lợi nhuận giảm mạnh trong năm 2003 là kết quả của việc giảm giá trị tài sản một lần của máy giả lập điều kiện bay và phụ tùng tồn kho máy bay. Hóa ra ngay cả FlightSafety cũng trải qua những tác động do sự suy thoái của ngành. Nhưng FlightSafety là công ty tốt đối với NetJets. Ngay cả khi NetJets đang kiếm tiền ở Mỹ, họ vẫn báo cáo một khoản lỗ trước thuế 41 triệu USD năm 2003 bởi những rắc rối liên tục ở châu Âu. Việc này đánh dấu năm thứ ba liên tục thua lỗ của NetJets.

Năm 2004, mọi việc được cải thiện hơn, NetJets tạo ra lợi nhuận trước thuế khoảng 10 triệu USD. Tuy nhiên, họ vẫn tiếp tục thua lỗ ở châu Âu. Một lần nữa Buffett lại nhấn mạnh tầm quan trọng của thị trường châu Âu đối với sự thành công trong tương lai của NetJets. Mặc dù ông thừa nhận hoạt động ở châu Âu là "tốn kém hơn rất nhiều so với dự kiến của tôi", nhưng ông vẫn tỏ ra lạc quan rằng đà tăng trưởng đang tích tụ và những khoản mực đỏ (thua lỗ) sẽ sớm chuyển lại thành mực đen (lợi nhuận).

Năm 2005, Buffett nói: "Tôi đã phạm sai lầm chết người". Đây cũng là những từ ngữ mà ông đã sử dụng vào năm 2002 khi nói về kỷ luật kinh doanh bảo hiểm và chính sách dự phòng của General Re. Nhưng đó không phải là những từ ngữ mà cổ đông của Berkshire thích nghe. FlightSafety vẫn hoạt động có hiệu quả và hồi phục từ sự suy thoái của ngành hàng không. Tuy nhiên, NetJets vẫn đang phải vật lộn. Buffett đã tiên đoán đúng khi hoạt động của hãng ở châu Âu trở nên tốt hơn. Điều không may là lợi nhuận ở Mỹ lại chuyển thành

thua lỗ. Do thiếu máy bay, NetJets buộc phải dựa vào những dịch vụ thuê chuyến đắt tiền để đáp ứng các nghĩa vụ theo hợp đồng. Kết quả là công ty lỗ 80 triệu USD trong năm 2005.

Trong thời kỳ bùng nổ Internet cuối thập niên 1990, các nhà phân tích thường nói đùa về những nhà bán lẻ trên mạng có doanh số bùng nổ nhưng chẳng có lợi nhuận. Có người vui miệng nói họ đang bán những món hàng có giá vốn 1 USD để nhận lấy 90 xu, nhưng họ hy vọng sẽ bù vào khoản chênh lệch này nhờ vào số lượng lớn (!). NetJets dường như cũng rơi vào tình thế tương tự. Doanh thu của họ tăng trưởng khá ấn tượng, nhưng đáng buồn là các khoản lỗ cũng tăng lên tương ứng.

Trong báo cáo thường niên năm 2006 của Berkshire, Buffett cho rằng tình hình tài chính của NetJets "được cải thiện đáng kể". Ông nói nhu cầu cuối cùng cũng bùng nổ ở châu Âu và hoạt động ở Mỹ đã cải thiện hơn mức năm 2005. NetJets đã tạo ra lợi nhuận trước thuế 143 triệu USD trong năm 2006, tăng một cách ngoạn mục so với khoản lỗ trước thuế 80 triệu USD của năm 2005. Do công ty đã ký hợp đồng mua 483 chiếc máy bay mới cho đến năm 2015, nên đó là dấu hiệu rất tích cực khi thấy rằng cuối cùng NetJets cũng thoát khỏi "rừng già".

Công bằng mà nói, đối với Buffett và Berkshire, NetJets dù có thị phần lớn nhất nhưng không phải là doanh nghiệp bán quyền sở hữu một phần máy bay duy nhất phải vật lộn trong những năm qua. Flexjet, do nhà sản xuất máy bay Bombardier sở hữu, cũng thua lỗ cả thập kỷ trước khi có được lợi nhuận tượng trưng vào năm 2006. Nhưng Bombardier không quan tâm nhiều đến việc kiếm tiền từ hoạt động của Flexjet. Thực ra, họ có vẻ quan tâm nhiều hơn đến

việc sử dụng doanh nghiệp này để tạo tiếng vang cho những chiếc máy bay do họ sản xuất. Điều này cũng đúng với Flight Options, do công ty Raytheon sở hữu.

Cho đến thời gian rất gần đây, Berkshire không gặp nhiều may mắn trong hoạt động hàng không. Trong thập kỷ 1990, nó có phần hùn trong hãng hàng không yếu kém US Airways. Hoạt động kinh doanh bán quyền sở hữu một phần máy bay cũng là một lĩnh vực đầy khó khăn. Xét cho cùng, khi nhiều khách hàng đồng sở hữu một chiếc máy bay và mỗi khách hàng đều có quyền sử dụng nó mà chỉ báo trước vài giờ, thì chắc chắn sẽ có nhiều vấn đề phát sinh. Điều gì xảy ra khi ai cũng muốn bay vào chiều thứ Sáu hoặc sáng thứ Hai? Sẽ cực kỳ đắt đỏ khi thuê chuyến với thời gian thông báo ngắn như vậy để đáp ứng yêu cầu của từng "thượng đế". Ngoài ra, sẽ có trường hợp máy bay phải bay những chặng đường không có khách. Chẳng hạn, nếu một khách hàng muốn có một máy bay ở Albuquerque sau 4 giờ nữa, nó phải có mặt ở đó từ một nơi khác. Nếu tổng đài có một khách hàng khác tình cờ muốn đến Albuquerque với thời gian tương tự như vậy thì thật là tuyệt. Nếu không, công ty phải gánh chịu chi phí điều máy bay không hành khách đến Albuquerque. Việc quản lý một cách hợp lý những chuyến bay không hành khách như vậy đóng vai trò hết sức thiết yếu trong việc tạo ra lợi nhuận cho công ty.

Sự thực là NetJets dường như không phù hợp với khuôn khổ của Buffett. Thứ nhất, nó là một công ty siêu thâm dụng vốn. Mặc dù chiếc máy bay lớn nhất của phi đội NetJets có thể chở được 18 người, nhưng ngay cả một chiếc phản lực nhỏ 7 chỗ cũng mất vài triệu USD. Hơn nữa, công ty còn phải chi trả các chi phí bảo trì và điều hành, huấn luyện phi công và tiền lương cho phi hành đoàn.

Thật khó có thể tưởng tượng được làm sao để công ty này có lợi nhuận nếu không có các mối quan hệ khăng khít với một hãng sản xuất máy bay hoặc một công ty hàng không thương mại nào đó.

Doanh nghiệp bán quyền sở hữu một phần máy bay không giống như những doanh nghiệp khác của Berkshire. Dường như nó chẳng có gì chung với ngành bảo hiểm, bánh kẹo, nước giải khát hoặc dao cạo râu. Đây quả thật là một ngành rất khó kiếm tiền. Tuy nhiên, nếu có ai đó có được lợi nhuận trong ngành này, thì đó phải là Buffett. Xét lịch sử đầu tư chuẩn mực của ông, nhiều khả năng là một ngày nào đó, ông sẽ có cách làm cho NetJets kinh doanh hiệu quả. Nhưng trong tình hình này, thật khó lý giải vì sao Buffett lại rất quan tâm đến việc mua lại công ty này.

PIER 1 IMPORTS

Pier 1 Imports về cơ bản là một nhà bán lẻ đồ gỗ. Thực ra, đồ gỗ chỉ chiếm khoảng 40% doanh số của công ty. Pier 1 còn bán những vật phẩm gia dụng như đèn, bình hoa, đồ sứ, sản phẩm phòng tắm, nến, sản phẩm phòng ngủ và nhiều vật phẩm có tính mùa vụ khác cho ngôi nhà.

Trở lại thập niên 1990, Pier 1 là một cổ phiếu rất được ưa thích. Nó tăng giá rất mạnh từ 3,5 USD một cổ phiếu năm 1994 lên 20 USD một cổ phiếu năm 1998. Tuy nhiên, các nhà đầu tư bắt đầu bán tháo cổ phiếu này giữa năm 1998 vì những quan ngại rằng tốc độ tăng trưởng đang chậm lại. Cuối cùng, cổ phiếu này rơi xuống đáy còn 5,5 USD một cổ phiếu sau đó một năm. Một đợt tăng giá mạnh kéo dài trong bốn năm liên tục sau đó đã đưa giá cổ phiếu này lên đến 25 USD vào cuối năm 2003. Trong năm tài chính 2003, kết thúc

vào ngày 1 tháng 3, Pier 1 đã mở thêm 90 cửa hàng mới. Tổng số cửa hàng đã tăng lên đến 1.074 từ con số 763 trước đó 5 năm. Cũng trong năm này, Pier 1 báo cáo tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ 13%, tương đương 1,7 tỷ USD. Thu nhập ròng tăng vọt 29% lên 129 triệu USD, tương đương 1,36 USD một cổ phiếu. Lúc đó, Pier 1 thực sự trở thành một cổ phiếu tăng trưởng.

Bất cứ lúc nào một công ty hay một ngành báo cáo mức tăng trưởng mạnh mẽ và kết quả tài chính xuất sắc, thì nó sẽ nhanh chóng thu hút sự chú ý của mọi người – không chỉ các nhà đầu tư. Tỷ suất lợi nhuận cao mời gọi cả sự cạnh tranh. Thực ra, đó chính là tất cả ý nghĩa của cạnh tranh. Trừ phi có những rào cản gia nhập ngành đáng kể, các đối thủ sẽ săn lùng những mức lợi nhuận cao cho đến khi họ xóa bỏ nó, hoặc ít nhất làm cho nó giảm xuống mức trung bình. Tất nhiên, Pier 1 cũng phải đối mặt với sự cạnh tranh khốc liệt trên thị trường của mình, Ngoài các nhà bán lẻ sản phẩm chuyên biệt như Bed Bath & Beyond, Williams-Sonoma, Restoration Hardware, Pottery Barn và Cost Plus, nó còn phải chống chọi với những người khổng lồ trong lĩnh vực bán lẻ giá thấp như Wal-Mart, Target và Costco.

Tăng trưởng doanh thu do đó chậm lại nhanh chóng. Năm tài chính 2004, doanh thu chỉ tăng 6% lên 1,8 tỷ USD. Doanh số của Same-store thực ra giảm 2,6%. Thu nhập ròng giảm 9% còn 118 triệu USD, nhưng công ty vẫn đạt được mức thu nhập đáng nể 1,29 USD một cổ phiếu. Không may là mọi việc tiếp tục trở nên tệ hại hơn. Tổng doanh số không tăng trong năm 2005, nhưng doanh số các cửa hàng cũ giảm hơn 6%. Thu nhập ròng "lao dốc" 49% còn 60,5 triệu USD. Cổ tức giảm xuống chỉ còn 71 xu một cổ phiếu.

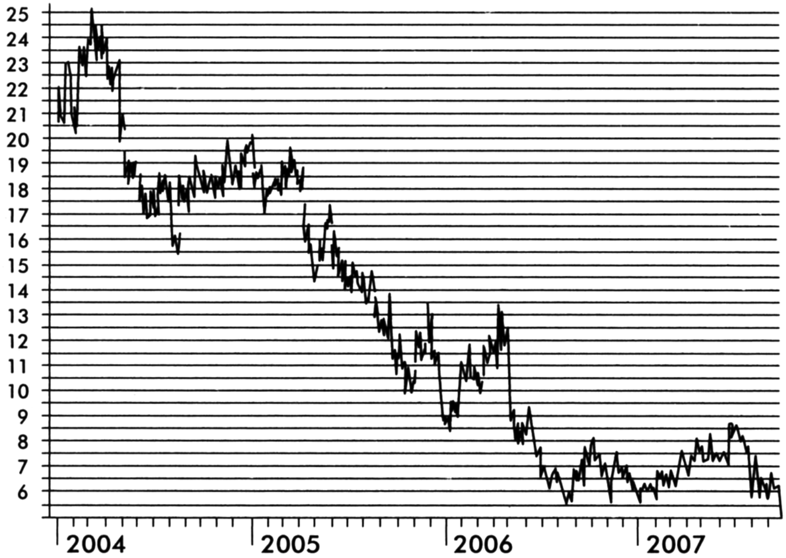
Dù những vấn đề này xuất hiện, nhưng Pier 1 vẫn có gì đó bắt mắt Buffett. Berkshire Hathaway đã mua 8 triệu cổ phiếu trong quý 2 năm 2004. Không rõ chính xác Berkshire phải trả bao nhiêu cho cổ phiếu này, nhưng trong quý đó, giá cổ phiếu Pier 1 nằm trong khoảng 17 USD đến 23 USD. Giả sử Berkshire trả trung bình 19 USD một cổ phiếu thì có lẽ họ đã đầu tư khoảng 150 triệu USD vào cổ phiếu phổ thông Pier 1.

Cũng không rõ lý do tại sao Buffett quan tâm đến Pier 1. Phải chăng ông nghĩ rằng nó phù hợp về mặt chiến lược với nhóm công ty con của Berkshire, trong đó có Jordan's Furniture và Nebraska Furniture Mart. Doanh số đồ gỗ thường rất tốt khi thị trường nhà ở tăng mạnh, và chúng ta biết Buffett đang đầu cơ giá lên vào thời điểm đó vì ông vừa mua Clayton Homes. Cũng có thể Buffett chỉ nghĩ rằng cổ phiếu Pier 1 đã bán quá mạnh. Nếu ông tin sự sụt giảm thu nhập gần đây của Pier 1 chỉ là do khó khăn tạm thời, thì việc bắt đầu tích lũy cổ phiếu này là rất có ý nghĩa.

Thị trường biết được việc Berkshire mua 8 triệu cổ phiếu của Pier 1 vào ngày 17 tháng 8 năm 2004, thông qua hồ sơ đăng ký 13F với Ủy ban Chứng khoán Nhà nước. Trong ngày hôm đó, giá đóng cửa của Pier 1 ở mức cao hơn 8,7% (xem hình 6.1). Loại phản ứng như thế này thường được gọi là "Hiệu ứng Buffett". Khi những người khác biết Buffett đang mua cổ phiếu nào thì họ thường nhảy vào mua theo làm giá cổ phiếu bị đẩy lên. Trong trường hợp cụ thể này, có lẽ họ đang đánh cược rằng nếu một người thông minh như Buffett mua Pier 1, thì chắc hẳn những người khác đã không biết điều gì đó về nó rồi. Có lẽ Pier 1 thực sự là một cổ phiếu bán rất mạnh.

Hình 6.1: Biểu đồ giá cổ phiếu của Pier 1 Imports

(nguồn: Telemet America)



Không may là "cuộc đua Buffett" chỉ tồn tại một thời gian ngắn. Hoạt động kinh doanh của Pier 1 tiếp tục sa sút. Tổng doanh số giảm 2,7% trong năm tài chính 2006. Doanh số của Same-store lại giảm mạnh thêm 7% nữa. Các số liệu cơ bản trở nên báo động khi công ty lỗ 39,8 triệu USD, hay 32 xu một cổ phiếu. Cổ phiếu giảm giá còn 10,5 USD một cổ phiếu. Những người hâm mộ Buffett tin rằng Buffett hiếm khi bán đi. Họ nghe nói thời gian nắm giữ được ông ưa thích là vĩnh viễn. Họ biết khi giá cổ phiếu sụt giảm, Buffett thường tận dụng cơ hội để mua thêm cổ phiếu và giảm giá mua trung bình của mình.

Nhưng lần này thì không. Rõ ràng Buffett nhận ra rằng mua thêm cổ phiếu Pier 1 cũng giống như ném tiền vào nơi không sinh lợi.

Thay vào đó, vào quý 3 năm 2005, chỉ một năm sau khi bắt đầu mua cổ phiếu Pier 1, ông đã giảm khoản đầu tư của Berkshire vào cổ phiếu này. Trong quý đó, ông bán đi 4,71 triệu cổ phiếu. Khi đó, giá cổ phiếu Pier 1 nằm trong khoảng 11 USD và 14,5 USD một cổ phiếu. Điều này có nghĩa là Berkshire có thể đã thua lỗ ít nhất 20 triệu USD từ số cổ phiếu mà họ đã bán đi. Mặc dù 20 triệu USD chỉ là sự thay đổi không có ý nghĩa gì đối với Berkshire, nhưng Buffett có thể đã không hài lòng. Berkshire tiếp tục giảm phần nắm giữ Pier 1 và không còn sở hữu bất kỳ một cổ phiếu Pier 1 nào nữa. Gần đây nhất, Pier 1 có giá chỉ còn 1 con số. Như đã nói ở phần trước, không hiểu tại sao Buffett lại mua Pier 1. Cũng không rõ cuối cùng điều gì đã thuyết phục ông từ bỏ và bán đi tất cả cổ phiếu này. Tuy nhiên, rõ ràng Pier 1 là một trong những sai lầm hiếm hoi của Buffett. Cuối cùng, nó là một khoản đầu tư thua lỗ của Berkshire và cổ đông của mình.

ĐÔI KHI CHANH CHỈ LÀ CHANH(33)

Cũng như mọi người trong chúng ta, Buffett rất ghét phạm sai lầm. Tuy nhiên, không giống những người khác, ông có biệt tài thực sự trong việc làm nước chanh từ quả chanh. Khi Salomon Inc. tiến đến bờ vực đổ vỡ, Buffett nhảy vào can thiệp và cứu được công ty. Khi General Re bắt đầu gây thất vọng, Buffett tiến hành chấn chỉnh bộ máy quản lý để đưa công ty trở lại đúng con đường của nó. Ngày nay, General Re dường như đã biến chuyển tốt. Thậm chí NetJets sau nhiều năm vật lộn cuối cùng cũng thể hiện là một sự thành công rực rỡ. Đơn giản là Buffett không bao giờ chịu đầu hàng một cách dễ dàng trước những công ty này.

Trong số những hạng mục đầu tư rắc rối mà chúng ta đã xem

(33) Nguyên văn: Sometimes a lemon is just a lemon.

xét trong chương này, Pier 1 là vụ "xương xẩu" nhất. Buffett bắt đầu bán phá giá cổ phiếu này sớm sau khi ông mua chúng. Có điều gì đó thuyết phục ông rằng Pier 1 không đáng để ông nắm giữ lâu dài. Tất nhiên, Buffett không phải đợi lâu để rút lui trong vụ này. Tuy ông và các cổ đông Berkshire mất tiền, nhưng ít nhất ông cũng đã nhanh chóng nhận ra sai lầm của mình và thoát khỏi nó một cách nhanh chóng và hợp lý.

TÓM TẮT CHƯƠNG 6

- Buffett đã thực hiện nhiều quyết định đầu tư xuất sắc qua nhiều năm kinh doanh Berkshire, nhưng lịch sử đầu tư của ông không tuyệt đối hoàn hảo. Tuy nhiên, có thể mất nhiều năm để khám phá liệu một khoản đầu tư cụ thể nào đó là một quyết định thông minh hay chỉ là một sai lầm kém may mắn. *Nếu đầu tư dài hạn, bạn đừng vội khui sâm-banh chỉ vì một khoản đầu tư mới đây đã ngay lập tức tăng vọt. Tương tự, cũng không nên thất vọng nếu nó nhanh chóng trở nên kém đi. Nếu doanh nghiệp khỏe mạnh, nó sẽ có nhiều cơ hội tốt để hồi phục và mang lại lợi nhuận cho bạn.*
- Buffett không thích tham gia vào hoạt động quản lý thường nhật, nhưng ông sẵn sàng làm những điều cần thiết để bảo vệ cổ đông của mình. Ví dụ rõ ràng nhất là khi ông đảm nhiệm chức vụ giám đốc điều hành của Salomon Inc. vào năm 1991. Sự can thiệp của Buffett đã cứu Salomon, và Berkshire kiếm được khoản lợi nhuận khá lớn khi cuối cùng Salomon được bán lại cho Travelers Group. *Nếu bạn sở hữu cổ phiếu của một công ty gặp khó khăn, khoản đầu tư của bạn có thể mang lại hiệu*

quả tốt hơn nếu có một hoặc nhiều nhà đầu tư năng động sẵn sàng đảm nhiệm vị trí quản lý và củng cố hoạt động.

- Buffett không thích tài trợ cho các vụ thu mua công ty bằng cổ phiếu, nhưng ông đã để Berkshire trả 22 tỷ USD cho General Re vào năm 1998 vừa bằng tiền mặt, vừa cổ phiếu. Trước tiên, vụ thu mua này trông có vẻ quá dễ dàng, tăng gần gấp ba lượng tiền tự do của Berkshire. Nhưng General Re không ngừng gánh chịu những khoản thua lỗ từ hoạt động bảo hiểm. Buffett sớm phát hiện ra sự bất thường và các vấn đề về kế toán với các hợp đồng chứng khoán phái sinh. General Re thậm chí còn bị vướng vào một số vấn đề pháp lý, bao gồm vụ AIG sử dụng các hợp đồng tái bảo hiểm để "chế biến" các khoản thu nhập. Thậm chí khi các vấn đề của General Re cuối cùng có vẻ cũng đã trôi qua, nhưng chắc chắn Buffett sẽ thích mọi việc diễn tiến một cách trôi chảy hơn. *Việc thu mua công ty có thể vô cùng rủi ro. Người thu mua nên luôn nhớ cụm từ tiếng Latin "caveat emptor" (người mua tự chịu trách nhiệm kiểm tra món hàng mình mua). Hãy cẩn thận nếu bạn sở hữu cổ phiếu của một công ty có thói quen tài trợ cho các vụ thu mua bằng cổ phiếu thay vì tiền mặt.*

- Cũng năm 1998, Berkshire đã mua NetJets trả bằng tiền mặt lẫn cổ phiếu. Mức tăng trưởng doanh số ngay từ đầu rất ấn tượng, nhưng NetJets không ngừng báo cáo lỗ trong nhiều năm. Buffett và giám đốc điều hành Rich Santulli đã quyết tâm mở rộng hoạt động sang châu Âu, nhưng chi phí cao hơn dự kiến. Họ phải mất 8 năm để bình ổn mọi thứ trước khi công ty có thể kiếm được khoản lợi nhuận khiêm tốn. *Bạn nên tránh các*

doanh nghiệp thâm dụng vốn trừ phi họ có những lợi thế rõ ràng so với đối thủ cạnh tranh, như những rào cản gia nhập thị trường không thể xâm phạm hoặc sự hợp lực với các đối tác khó có thể bị sao chép.

- Pier 1 Imports là một nhà bán lẻ đồ gỗ được niêm yết. Nó đã trải qua sự tăng trưởng mạnh mẽ trước năm 2004. Berkshire bắt đầu mua lại cổ phiếu phổ thông sau khi Pier 1 báo cáo những kết quả tài chính đáng thất vọng và cổ phiếu rời bỏ đỉnh giá của nó. Không may là hoạt động kinh doanh tiếp tục sa sút. Chỉ hơn một năm sau khi mua Pier 1, Berkshire bắt đầu loại bỏ cổ phiếu này. *Nếu chỉ vì cổ phiếu của một công ty tăng trưởng mạnh đang "lao dốc", bạn cũng không nhất thiết phải mua.*

7

SỰ CAI QUẢN VÀ NGƯỜI KẾ NGHIỆP BUFFETT

Các giám đốc ít độc lập nhất dường như là những người có thu nhập chủ yếu từ phí quản lý do ngồi ghế hội đồng quản trị (và cũng là những người mong được đề cử vào các hội đồng quản trị của các công ty khác, qua đó mà thu nhập của họ tăng thêm). Tuy nhiên, đây chính là những thành viên hội đồng quản trị được xem là "độc lập" nhất.

- Warren Buffett, 2004

Các nhà đầu tư thường tin rằng Warren Buffett là người luôn bảo vệ quyền lợi của cổ đông. Ông thường xuyên chỉ trích gay gắt những giám đốc điều hành và các nhà quản lý chỉ quan tâm đến việc làm giàu cho bản thân họ, thay vì làm những điều tốt nhất cho cổ đông. Tuy không ai có thể cáo buộc một cách hợp lý Buffett cũng làm như thế, nhưng các nhà phê bình cho rằng quyền cai quản và kế hoạch tìm người người kế nhiệm của Buffett còn rất nhiều điều đáng bàn.

Việc cai quản và lựa chọn người kế nhiệm luôn là hai trong số những vấn đề sống còn của các doanh nghiệp và chúng trở thành ưu tiên số một sau khi một số vụ bê bối doanh nghiệp được đưa lên

trang nhất của các báo trong thời gian gần đây. Tyco International từng được điều hành bởi một giám đốc điều hành luôn nghĩ đến việc "cướp tài sản" của công ty trong khi các thành viên hội đồng quản trị khác hoặc không biết điều gì đang diễn ra, hoặc làm ngơ. Enron, Worldcom, Adelphia và một số công ty khác bị tan vỡ một phần vì những thông lệ quản trị kém cỏi, họ cho phép giám đốc điều hành quá nhiều quyền hạn nhưng quá ít sự giám sát. Nhà đầu tư hiện đang kêu gào đòi hỏi hội đồng quản trị phải độc lập hơn và có trách nhiệm hơn. Các nhà làm luật nhanh chóng trả lời bằng những quy định mới hơn.

Cai quản không phải là vấn đề lớn đối với một doanh nghiệp nhỏ, được sở hữu và điều hành bởi một người chủ duy nhất. Xét cho cùng, nếu một người chủ sở hữu duy nhất làm giám đốc điều hành thì ông ấy chỉ làm hại mình nếu ông lấy tiền từ ngăn kéo của mình, hoặc ra những quyết định không khôn ngoan. Nhưng sự việc thay đổi hoàn toàn khi một công ty trở nên thuộc quyền sở hữu của công chúng. Thực tế, vấn đề cai quản doanh nghiệp phát sinh từ việc phân chia quyền sở hữu và quyền kiểm soát trong các công ty đại chúng. Nếu vị giám đốc điều hành sở hữu một nửa số cổ phiếu và biển thủ 1.000.000 USD thì hành vi ăn cắp này làm ông ta mất đi 500.000 USD. Nhưng nếu ông ta chỉ sở hữu 1% số cổ phiếu, thì việc ăn cắp 1.000.000 USD chỉ làm ông ta mất 10.000 USD mà thôi. Phần còn lại được lấy từ túi của những cổ đông khác.

Các công ty đại chúng thường được điều hành bởi những nhà quản lý chuyên nghiệp, là người được hội đồng quản trị tuyển dụng – bản thân hội đồng quản trị chính là những cổ đông được bầu. Hội đồng quản trị và bộ máy điều hành được ủy quyền làm những điều

tốt nhất cho cổ đông. Họ có nghĩa vụ phải đặt quyền lợi của cổ đông lên trước quyền lợi của bản thân. Điều này thường đồng nghĩa với việc ra những quyết định giúp tối đa hóa tài sản của cổ đông. Điều này nghe khá đơn giản, nhưng sự việc không phải lúc nào cũng diễn ra thuận lợi. Ngay cả khi họ là những người trung thực và thẳng thắn, hội đồng quản trị đôi khi cảm thấy một mức độ trách nhiệm nào đó với giám đốc điều hành. Giám đốc điều hành thậm chí có thể là người chịu trách nhiệm đưa họ vào hội đồng quản trị trước đó. Vấn đề nảy sinh khi hội đồng quản trị thường nghe theo giám đốc điều hành hơn là ý muốn của cổ đông. Khi điều này xảy ra, hội đồng quản trị có thể sẽ né tránh trách nhiệm của mình.

Do quyền sở hữu của những công ty đại chúng bị phân tán rộng nhưng mỏng nên có rất ít – nếu không muốn nói là không – cổ đông nào có đủ sức mạnh để giám sát hội đồng quản trị và bộ máy quản lý một cách phù hợp. Nếu khoản đầu tư của bạn vào một công ty chỉ có giá trị vài ngàn đô-la và chỉ chiếm một phần nhỏ trong tổng tài sản ròng của bạn, thì bạn sẽ chẳng dành nhiều thời gian, công sức và tiền bạc để đảm bảo rằng nhà quản lý sẽ phải làm những điều tốt nhất cho bạn và tất cả những chủ sở hữu khác. Ngoài ra, công việc này chính là trách nhiệm của hội đồng quản trị đối với bạn. Bạn và tất cả những cổ đông khác dựa vào hội đồng quản trị để thực hiện công việc giám sát giúp bạn. Trách nhiệm của hội đồng quản trị là kiểm soát và đảm bảo rằng mọi hoạt động quản lý đều vì lợi ích của cổ đông. Ngoài ra, ở quy mô lớn, bạn có thể giảm rủi ro do gặp phải những nhà quản lý tồi tệ bằng cách đa dạng hóa danh mục đầu tư của bạn.

TÍNH ĐỘC LẬP CỦA HỘI ĐỒNG QUẢN TRỊ

Để ngăn ngừa những vấn đề này, những người ủng hộ hoạt động quản trị doanh nghiệp tốt lý luận rằng các công ty phải có một loạt các thành viên hội đồng quản trị độc lập và giữ vai trò thực sự quan yếu. Tính độc lập của hội đồng quản trị thậm chí đã trở thành một vấn đề lớn ở Ủy ban Chứng khoán Mỹ. Dưới thời Chủ tịch William Donaldson, Ủy ban Chứng khoán đã cố gắng thông qua một nguyên tắc đòi hỏi ít nhất 75% thành viên hội đồng quản trị của một quỹ tương hỗ - bao gồm cả vị trí chủ tịch – phải là thành viên độc lập. Cho đến nay đề xuất này vẫn chưa được thông qua. Tuy việc đặt ra một con số cụ thể nghe có vẻ khôi hài, nhưng nhiều chuyên gia về quản trị doanh nghiệp tin rằng khi xem xét các tập đoàn đại chúng, số lượng thành viên hội đồng quản trị càng lớn và mức độ độc lập của họ càng cao thì hiệu quả quản lý doanh nghiệp càng tốt.

Các chuyên gia này lập luận: các thành viên hội đồng quản trị độc lập thường có khuynh hướng hành động vì lợi ích của cổ đông hơn các thành viên không độc lập. Ví dụ, họ tin những thành viên độc lập có thể áp dụng việc giám sát phù hợp, như ngăn công ty trong việc trả lương quá cao cho giám đốc điều hành, hoặc chi tiêu phung phí vào những chương trình bổng lộc chẳng mang lại ích lợi gì cho cổ đông. Ngoài ra, các thành viên độc lập có thể xem xét kỹ lưỡng những sự phối hợp kinh doanh được đề xuất như các vụ sáp nhập hoặc thu mua. Họ thường xem xét phương án đề xuất một cách khách quan hơn. Và có lẽ quan trọng nhất là họ có thể đặt vấn đề đối với những thông lệ kế toán quá mập mờ.

Tất nhiên, có vô số ví dụ về các tập đoàn được điều hành rất

tốt mà không cần đến một hội đồng quản trị độc lập. Cũng có vô số những ví dụ về các hội đồng quản trị độc lập nhưng không ngăn chặn được tình trạng công ty lâm vào rắc rối. Hơn nữa, nghiên cứu trong lĩnh vực này lại đặc biệt không có tính chất kết luận. Khi xem xét vấn đề, hai nhà kinh tế Sanjai Bhagat và Bernard Black kết luận: "Không có bằng chứng thuyết phục nào cho thấy tính độc lập cao hơn của hội đồng quản trị sẽ tạo ra lợi nhuận lớn hơn hoặc tăng trưởng nhanh hơn cả. Cụ thể, không có bằng chứng thực nghiệm nào ủng hộ những đề xuất cho rằng các công ty nên có hội đồng quản trị với thành viên độc lập chiếm đa số, còn những thành viên khác có thể là người bên trong công ty. Trái lại, có một số bằng chứng cho thấy các công ty có thành viên hội đồng quản trị độc lập chiếm đa số lại tạo ra ít lợi nhuận hơn những công ty khác". Nghiên cứu cũng cho thấy mối tương quan giữa hiệu quả hoạt động của cổ phiếu và sự độc lập của hội đồng quản trị tốt nhất chỉ nên ở mức độ vừa phải. Tuy nhiên, các nhà quan sát hoạt động quản trị doanh nghiệp khẳng định những vấn đề nghiêm trọng như sự gian lận kế toán thường ít xảy ra trong các công ty có hội đồng quản trị thực sự độc lập.

Các chuyên gia về quản trị doanh nghiệp cũng lý luận rằng vị trí giám đốc điều hành và chủ tịch hội đồng quản trị nên được tách rời và phân biệt rõ ràng. Họ nói: việc để một người nắm giữ cả hai vị trí là một sai lầm. Xét cho cùng, giám đốc điều hành phải báo cáo cho hội đồng quản trị, và nếu ông ấy cũng là người lãnh đạo nhóm mà ông phải báo cáo thì đây quả không phải là một ý kiến hay. Ngoài ra, các chuyên gia nói điều quan trọng là các thành viên hội đồng quản trị cần phải tổ chức một số cuộc họp định kỳ mà không có sự tham gia của giám đốc điều hành. Họ cho rằng các cuộc thảo luận thường cởi mở và trung thực hơn khi không có giám đốc điều hành.

Điều này đặc biệt quan trọng khi mục đích của cuộc họp là đánh giá hiệu quả của giám đốc điều hành, hoặc quyết định mức lương thưởng của ông ấy.

Những người ủng hộ quan điểm hoạt động quản trị doanh nghiệp hiệu quả (good corporate governance) rất ngần ngại trong việc đóng dấu "bảo chứng" của họ cho trường hợp của Berkshire Hathaway, một công ty mà Buffett vừa là giám đốc điều hành vừa là chủ tịch hội đồng quản trị trong nhiều thập niên qua. Hơn nữa, trong gần như toàn bộ lịch sử của mình, hội đồng quản trị của Berkshire chưa bao giờ có tính độc lập. Tuy một vài người cho rằng ngày nay hội đồng quản trị của Berkshire đã độc lập hơn trước, nhưng như thế vẫn chưa đủ.

Một hội đồng quản trị độc lập phải có các thành viên độc lập chiếm đa số. Theo định nghĩa của Hội đồng các nhà đầu tư là tổ chức (CII – Council of Institutional Investors), "một thành viên độc lập là người không có quan hệ đặc biệt về nghề nghiệp, gia đình hoặc tài chính với công ty, với chủ tịch hội đồng quản trị, giám đốc điều hành hoặc những giám đốc khác trong phạm vi lãnh đạo của mình". Quan trọng nhất, theo CII, là một thành viên không thể được xem là độc lập nếu trong vòng 5 năm trước đó, người thân của họ từng được công ty tuyển dụng hoặc làm ăn với công ty.

Tính độc lập "thực sự" là một điều lý tưởng không thể nào đạt được. Xét cho cùng, các công ty đều muốn và cần có các nhà quản lý có năng lực. Điều này đồng nghĩa với việc họ sẽ tuyển hoặc hợp tác với những nhà quản lý cấp cao có kinh nghiệm. Nhiều khả năng là những cá nhân như thế có quen biết lẫn nhau. Thậm chí họ có thể từng làm ăn với nhau trong quá khứ. Tuy nhiên, dù cho việc tạo ra

một hội đồng quản trị thực sự độc lập gần như bất khả thi, các chuyên gia về quản trị doanh nghiệp vẫn yêu cầu các tập đoàn ít nhất cũng nên cố gắng duy trì sự độc lập tối thiểu.

Tuy nhiên, cho đến rất gần đây, Berkshire Hathaway vẫn chưa chứng minh được các thành viên hội đồng quản trị của họ là độc lập – ít nhất là không cần theo những tiêu chuẩn khắt khe do những tổ chức như CII đặt ra. Dù vậy, cổ đông của Berkshire Hathaway vẫn không phàn nàn gì về điều này. Cổ phiếu của họ mang lại kết quả tuyệt vời trong nhiều thập niên qua. Tuy nhiên, cần phải nói rằng Buffett và công ty của ông đang phớt lờ một trong những tiêu chí quan trọng nhất trong hoạt động quản trị doanh nghiệp – ít nhất là theo quan điểm của những người được gọi là chuyên gia.

Khoảng năm 2002, hội đồng quản trị của Berkshire chỉ gồm bảy cá nhân. Ba người có họ Buffett gồm Chủ tịch kiêm Giám đốc điều hành Warren, vợ ông Susan, và con trai Howard. Phó Chủ tịch Charles Munger cũng ngồi trong hội đồng quản trị. Ngoài ra còn có Ronald Olson, một đối tác trong công ty luật Munger, Tolles & Olson – một công ty chuyên tư vấn luật cho Berkshire. Chủ tịch của Level 3 Communications Walter Scott, Jr., cũng là một thành viên hội đồng quản trị của Berkshire. Ông cũng có một khoản đầu tư lớn cùng với Berkshire vào công ty MidAmerican Energy Holdings. Người cuối cùng trong hội đồng quản trị là Malcolm Chace, chủ tịch của BankRI. Ông là thành viên gia đình sở hữu nhà máy dệt mà Buffett đã mua lại năm 1962. Đây là giao dịch dẫn đến sự thành lập của Berkshire Hathaway ngày nay. Scott và Chace là những thành viên duy nhất trong hội đồng quản trị của Berkshire có thể gây ra một vài tranh cãi khi xét đến tính độc lập. Chẳng hạn, trong trường hợp của Scott, có thể bạn phải mở rộng định nghĩa độc lập thêm một chút.

Tuy nhiên, Buffett không quan tâm nhiều đến cách CII định nghĩa tính độc lập. Ông đã trình bày rất hay trong báo cáo thường niên năm 2004 của Berkshire như sau: "Các thành viên ít độc lập nhất thường là những người nhận được phần lớn thu nhập quan trọng của mình từ khoản thù lao quản lý với tư cách là thành viên hội đồng quản trị. Nhưng đây chính là những thành viên hội đồng quản trị được xem là 'độc lập nhất'". Buffett tiếp tục giải thích rằng những thành viên độc lập như thế có thể ra những quyết định có lợi cho bản thân họ với chi phí cổ đông phải gánh chịu. Ví dụ, một thành viên độc lập nhận được phần lớn thu nhập của mình từ sự phục vụ trong hội đồng quản trị có thể phản đối việc bán công ty với giá trị cao nhất nếu giao dịch này có thể làm mất vị trí của mình cùng với những khoản phí đi kèm với nó. Nhưng Buffett chỉ thích các thành viên hội đồng quản trị có những khoản đầu tư lớn vào công ty bởi suy nghĩ của họ giống suy nghĩ của một cổ đông hơn. Nói cách khác, ông muốn có những thành viên có thực chất trong hoạt động của công ty. Ông cũng muốn các thành viên hiểu rõ công ty và có khả năng đóng góp những ý kiến quan trọng trong các cuộc họp của hội đồng quản trị, bất kể họ có đáp ứng được định nghĩa về tính độc lập mà một số chuyên gia tự đặt ra hay không.

Tuy Buffett có thể đúng trong cách nghĩ của ông, nhưng cần phải nói rằng những việc đang xảy ra ở Berkshire ngày nay rất khác so với vài năm ngắn ngủi trước đây. Đây không phải là do Buffett bất ngờ nhìn thấy ánh sáng và khám phá ra nhu cầu cần phải có hoạt động quản trị doanh nghiệp hiệu quả hơn ở Berkshire. Và dĩ nhiên không phải vì ông kết luận rằng những tiêu chuẩn của CII là chính xác hơn của ông. Thay vào đó, năm 2003 Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE – New York Stock Exchange) đặt ra những quy

định cho tất cả các công ty niêm yết – bao gồm cả Berkshire. Cụ thể, Điều 303A trong *Cẩm nang Công ty Niêm yết* của NYSE quy định rằng đa số thành viên hội đồng quản trị phải là người độc lập. Quy định của NYSE trong việc xây dựng tính độc lập không quá chặt chẽ như CII đề xuất, nhưng cũng gần như thế. Các quy định mới này đã buộc Berkshire – và nhiều công ty niêm yết trên sàn NYSE – phải thay đổi mạnh mẽ cấu trúc hội đồng quản trị của mình.

Trước quy định mới, Berkshire gia tăng số lượng thành viên hội đồng quản trị của mình lên thành 11. Đáng buồn là Susan Buffett, một thành viên hội đồng quản trị, đã qua đời vào tháng 7 năm 2004; Malcolm Chace cũng quyết định rút lui khỏi hội đồng quản trị Berkshire vào năm 2007. Năm thành viên còn lại của hội đồng quản trị 2002 vẫn tiếp tục tại vị. Người giàu nhất nước Mỹ, Bill Gates của tập đoàn danh tiếng Microsoft là thành viên thứ sáu đầy thú vị. Tất nhiên, Gates và Buffett trước đó đã xác lập một tình bạn nổi tiếng. Thậm chí bạn có thể nói họ là những thành viên của hiệp hội những người ngưỡng mộ lẫn nhau bởi họ thường nói rất tốt về nhau. Cả hai đều là những người thích chơi bài bridge và thường xuyên gặp nhau. Nhưng không có gì thể hiện rõ ràng hơn sự ngưỡng mộ mà Buffett dành cho Gates bằng quyết định hiến 31 tỷ USD tài sản của mình cho quỹ Bill & Melinda Gates, một cử chỉ cao thượng và bác ái vượt trên tất cả mọi tiêu chuẩn đạo đức. Nhưng nó cũng đưa ra ánh sáng bản chất của mối quan hệ khiến những người kêu gọi nâng cao tính độc lập của hội đồng quản trị cảm thấy hết sức khó chịu. Dù họ có lo ngại đi nữa thì có thể vẫn công bằng khi nói Bill Gates hoàn toàn phù hợp với các quy định của NYSE về tính độc lập của một thành viên hội đồng quản trị, như Berkshire thường lý luận trong các báo cáo thường niên của họ.

Susan Decker, chủ tịch của Yahoo!, là thành viên mới nhất và trẻ nhất trong hội đồng quản trị Berkshire. Thú vị thay, ngay sau khi Decker được công bố sẽ trở thành thành viên của Berkshire, tin đồn lan truyền rằng Microsoft quan tâm đến việc mua lại Yahoo!. Decker được chọn để thay cho Malcolm Chace. Chace, lúc đó 72 tuổi, đề nghị Berkshire thay thế mình bằng một người trẻ hơn. Nhưng đến hôm nay, hội đồng quản trị của Berkshire vẫn có sáu người lớn tuổi hơn Chace, tất nhiên trong đó có cả Warren Buffett.

Berkshire tuyên bố trong hồ sơ nộp Ủy ban Chứng khoán rằng 7 trong số 11 thành viên hội đồng quản trị là độc lập, Scott nằm trong nhóm này, mặc dù ông vẫn là thành viên của MidAmerican Energy Holdings. Tuy nhiên, những người chủ trương hoạt động quản trị doanh nghiệp hiệu quả thừa nhận cấu trúc hiện nay của Berkshire là một sự cải thiện rất lớn so với sự thiếu độc lập chỉ vài năm trước đó. Dù họ có định nghĩa độc lập là thế nào đi nữa, họ cũng phải công nhận hội đồng quản trị của Berkshire ngày nay độc lập hơn bao giờ hết.

Đây là một điểm quan trọng khác cần suy ngẫm: tất cả các thành viên hội đồng quản trị đòi hỏi phải có một lượng vốn đáng kể đầu tư vào Berkshire. Mặc dù từ "đáng kể" không được xác định rõ ràng, nhưng hẳn Buffett đang nghĩ đến giá trị tuyệt đối – chứ không phải tỷ lệ tương đối. Ví dụ, khoản đầu tư của Bill Gates vào Berkshire gần đây được ước tính trị giá khoảng 500 triệu USD. Mức này thực sự đạt tiêu chuẩn của bất cứ quy định nào, mặc dù chỉ tượng trưng cho không đến 1% giá trị tài sản ròng của Gates.

Những thay đổi gần đây trong phòng họp hội đồng quản trị của Berkshire không phải là duy nhất. Spencer Stuart, một công ty việc

làm lớn chuyên giúp đỡ các tập đoàn tìm kiếm thành viên hội đồng quản trị đủ năng lực nói rằng họ đã nhìn thấy một khuynh hướng chung hướng đến tính độc lập cao hơn trong hội đồng quản trị. Phần lớn khuynh hướng này là phản ứng lại những vụ bê bối doanh nghiệp, dẫn đến đủ thứ quy định mới, bao gồm Đạo luật Sarbanes-Oxley năm 2002 và những quy định đã nêu ở phần trước của NYSE.

Thú vị thay, Spencer Stuart cũng báo cáo: gần 80% các công ty S&P 500 đặt ra độ tuổi bắt buộc nghỉ hưu cho các thành viên hội đồng quản trị, thường là 70. Tuy nhiên, do thiếu hụt các thành viên độc lập có phẩm chất và điều kiện nên một số công ty đã gia tăng độ tuổi bắt buộc nghỉ hưu lên hơn 72 tuổi. Một số chuyên gia về quản trị doanh nghiệp ủng hộ quy định về tuổi nghỉ hưu. Họ lý luận rằng quy định bắt buộc sẽ giúp ngăn chặn các thành viên hội đồng quản trị "bám ghế" quá lâu và buộc công ty phải tìm kiếm những người mới có khả năng mang lại những góc nhìn khác biệt và ý tưởng mới mẻ vào phòng họp hội đồng quản trị.

Tuy nhiên, thật khôi hài khi các công ty tùy tiện đưa ra một độ tuổi nghỉ hưu làm một số thành viên hội đồng quản trị tuy "có tuổi" nhưng vẫn còn rất năng động và có giá trị buộc phải rút lui. Nhiều người vẫn mẫn tiệp cho đến tuổi 80, thậm chí 90. Việc định ra tuổi nghỉ hưu của từng thành viên hội đồng quản trị sẽ có ý nghĩa hơn việc ấn định một tuổi nghỉ hưu nào đó.

Berkshire không có tuổi nghỉ hưu bắt buộc. Thực ra, so với hầu hết các tập đoàn lớn khác ở Mỹ, độ tuổi quá cao của nhiều thành viên hội đồng quản trị là điều hết sức không bình thường. Thậm chí với việc Decker thay thế Chace, đa số thành viên hội đồng quản trị của Berkshire vẫn lớn hơn 70 tuổi. Việc này hoàn toàn không có nghĩa là

Berkshire đang gây hại cho cổ đông. Tuy nhiên, việc phụ thuộc nặng nề vào những cá nhân có kinh nghiệm lãnh đạo và điều hành là điều không bình thường theo các tiêu chuẩn ngày nay.

NGƯỜI KẾ NHIỆM BUFFETT

Warren Buffett là người khiêm tốn, nhưng ông cũng là một ngôi sao sáng. Các cuộc họp thường niên của công ty diễn ra như những bữa tiệc bạn bè thân mật. Cổ đông không ngại di chuyển những quãng đường rất xa chỉ để gặp thần tượng của mình. Họ như nuốt lấy từng lời ông nói. Họ vây quanh ông hy vọng được bắt tay ông, được ông tặng chữ ký, hoặc được chụp hình với ông. Một số người chỉ muốn cảm ơn ông vì chính ông đã giúp họ trở nên cực kỳ giàu có.

Dĩ nhiên, Buffett xứng đáng với tất cả sự khen tặng có phần tâng bốc ấy. Ông thực sự đáng được tôn vinh vì đã tạo ra một số lượng lớn các nhà triệu phú ở Mỹ. Hãy nhìn Hình 7.1 và bạn sẽ hiểu tại sao các nhà đầu tư của ông lại yêu thích ông đến vậy. Ngoại trừ thời gian khó khăn trong giai đoạn bùng nổ và bong bóng công nghệ cuối thập kỷ 1990 và đầu năm 2000, giá cổ phiếu Berkshire nằm trên một quỹ đạo tăng khá ổn định. Thực ra, trong thời gian 20 năm tính đến năm 2006, cổ phiếu tăng giá khoảng 40 lần. Điều này có nghĩa là một khoản đầu tư trị giá 25.000 USD lúc ấy sẽ là 1 triệu USD 20 năm sau. Thậm chí học phí đại học cũng không thể tăng nhanh như giá của cổ phiếu này.

Đôi khi Buffett lên tiếng phê phán những người nhầm lẫn việc mua cổ phiếu của Berkshire là mua cổ phiếu của ông. Nhưng trong suy nghĩ của nhiều nhà đầu tư, Berkshire và Buffett là một. Buffett

Hình 7.1: Biểu đồ giá cổ phiếu của Berkshire Hathaway

(nguồn: Telemet America)



không tán thành, nhưng các nhà đầu tư và giới truyền thông cũng không sai khi nghĩ như thế. Xét cho cùng, Buffett điều hành Berkshire. Ông cũng từng nói rằng gần 99% giá trị tài sản ròng của ông được đầu tư vào cổ phiếu của Berkshire. Do Buffett là chìa khóa dẫn đến thành công của công ty, nên thật dễ hiểu khi giới truyền thông đôi khi dùng từ "Buffett" và "Berkshire" như một sự thay thế lẫn nhau. Cũng dễ hiểu khi các cổ đông của Berkshire lo lắng về tương lai của công ty khi Buffett đang bước vào tuổi 80. Tuy ông tuyên bố sức khỏe của mình rất tốt (theo ông là nhờ chế độ ăn với hamburger và Cherry Coke), mọi người đều biết rằng thời gian không chờ một ai cả.

Nhiều nhà đầu tư cảm thấy rất khó tưởng tượng ra một Berkshire không có Buffett. Nhưng mỗi năm trôi qua, vấn đề kế nhiệm ngày càng trở nên thúc bách hơn. Buffett có vai trò và tầm ảnh hưởng lớn đến mức khó tìm được người nào có thể thay thế ông một cách hoàn chỉnh. Nhà đầu tư đều muốn biết ai sẽ điều hành Berkshire khi Buffett không còn nữa.

Nhiều năm qua, Buffett và Berkshire đều không nói gì đến kế hoạch kế nhiệm. Nhưng lại một lần nữa, Sở Giao dịch Chứng khoán New York (NYSE) đã buộc Buffett nghĩ đến điều này. Mục 303A trong *Cẩm nang Công ty Niêm yết* của NYSE quy định các công ty phải có "chính sách liên quan đến việc kế nhiệm trong trường hợp khẩn cấp hoặc về hưu của giám đốc điều hành".

Ngày nay, Berkshire Hathaway có những hướng dẫn rất rõ ràng về hoạt động quản trị doanh nghiệp, bao gồm cả việc hoạch định người kế nhiệm. Theo những hướng dẫn này, Buffett thường xuyên thảo luận kế hoạch kế nhiệm với hội đồng quản trị và đưa ra những tiến cử cho người có khả năng thay thế ông trong trường hợp ông không còn khả năng hoàn thành trách nhiệm CEO[34] của mình. Những hướng dẫn này cũng nói rằng hội đồng quản trị cần thường xuyên đánh giá "những điểm mạnh và điểm yếu của một số giám đốc đang làm việc tại Berkshire, những người có khả năng kế nhiệm Buffett trong trường hợp ông qua đời hoặc mất khả năng điều hành".

Thư gởi cổ đông năm 2005 của Buffett còn đi xa hơn thế. Trong đó, ông nói: Berkshire có ba nhà quản lý khá trẻ và đủ điều kiện để có thể đảm nhận vị trí giám đốc điều hành. Hội đồng quản trị của Berkshire đã đánh giá từng người trong số họ và nhất trí quyết định người sẽ kế nhiệm ông ngay lập tức nếu cần. Tuy nhiên, hội đồng

(34) CEO - Chief Executive Officer: Giám đốc điều hành.

quản trị có thể thay đổi ý định bất cứ lúc nào, nhưng ít nhất cổ đông cũng biết rằng đã có một kế hoạch cụ thể cho việc này.

Việc đoán ai sẽ trở thành một Buffett tiếp theo của Berkshire đã trở thành một cuộc vận động nơi phòng khách. Các nhà phân tích, báo chí và cổ đông Berkshire đọc những báo cáo thường niên của Berkshire một cách cẩn thận, tỉ mỉ để tìm kiếm manh mối. Buffett có thói quen khen ngợi các nhà quản lý của mình trong thư gởi cổ đông. Các nhà đầu tư tìm kiếm những cá nhân được nêu tên nhiều lần nhất trong những lá thư này. Họ cũng lưu ý đến cả những người không còn được nêu tên nữa. Ajit Jain là một cái tên thường xuyên xuất hiện. Trong nhiều năm qua, Jain điều hành công ty bảo hiểm National Indemnity của Berkshire. Gần đây, ông nắm quyền kiểm soát hoạt động đầy rắc rối của nhóm công ty tái bảo hiểm của Berkshire Hathaway. Joe Brandon và Tad Montross cũng thường xuyên được nêu tên. Buffett khen ngợi họ vì công lao xoay chuyển tình thế khó khăn ở công ty con General Re. Mặc dù Buffett thích một người nào đó trẻ tuổi hơn, nhưng Tony Nicely của GEICO cũng là người thường xuyên được nêu tên.

Thư gởi cổ đông năm 2005 của Buffett cũng tiết lộ một kế hoạch thú vị khác. Trong vai trò giám đốc điều hành, Buffett đưa ra những quyết định kinh doanh lẫn những quyết định đầu tư. Nhưng ông nói rằng chưa có một người nào khác có "kinh nghiệm đan xen để có thể cảm thấy thoải mái khi ra những quyết định kinh doanh lẫn quyết định đầu tư như tôi". Kết quả là người thay thế ông sẽ chỉ tập trung vào kinh doanh, còn các quyết định đầu tư sẽ do một người khác thực hiện, tùy vị giám đốc điều hành mới lựa chọn. Người đó sẽ là ai? Trong nhiều năm, những người khôn ngoan đều đặt cược vào Lou Simpson ở GEICO. Buffett khen ngợi Simpson về việc đã đưa ra hầu

hết các quyết định đầu tư của Berkshire: "Lou là người chắc chắn được đưa vào Nhà Danh vọng[35] dành cho các nhà đầu tư vĩ đại". Nhưng Simpson về sau không phải là một lựa chọn sáng giá nữa. Buffett đã nói rõ điều này chỉ hai năm sau đó: "Lou là nhà đầu tư ưu tú với bề dày thành tích trong việc quản lý danh mục đầu tư một cách xuất sắc. Nhưng ông ấy chỉ nhỏ hơn tôi sáu tuổi mà thôi. Nếu tôi qua đời, ông ấy cũng chỉ thay thế hoàn hảo trong một thời gian rất ngắn. Tuy nhiên, trong dài hạn chúng tôi cần một câu trả lời khác".

Buffett tiếp tục giải thích rằng ông có thể tuyển thêm vài ứng viên trẻ và huấn luyện để họ nhận lấy trọng trách của ông. Ông đang tìm kiếm "một người mà bản năng có thể nhận diện và tránh được những rủi ro nghiêm trọng, bao gồm cả những rủi ro chưa bao giờ gặp trước đây". Ứng viên thành công cần phải thể hiện "tư duy độc lập, sự ổn định về cảm xúc và sự thấu hiểu sâu sắc hành vi của con người và của tổ chức". Yêu cầu tuyển dụng của Buffett làm cho hàng ngàn người tới tấp gởi hồ sơ dự tuyển để trở thành một Buffett tiếp theo, và để được nhà đầu tư vĩ đại nhất thế giới huấn luyện rồi cuối cùng nhận lấy công việc từ tay ông.

Không ai biết rõ người kế vị Buffett là ai, nhưng hội đồng quản trị đã chuẩn bị sẵn người để sẵn sàng đảm nhận trọng trách đó trong trường hợp cần thiết. Berkshire cũng đang triển khai các kế hoạch tìm kiếm và huấn luyện một giám đốc đầu tư. Ngoài ra, Buffett nói: hội đồng quản trị sẵn sàng hành động nếu năng lực tinh thần của ông bắt đầu suy giảm – thậm chí bản thân ông cũng có thể không nhận ra điều đó. Buffett đã trấn an cổ đông của mình rằng hội đồng quản trị của Berkshire sẵn sàng "đuổi" ông khi cần thiết. Ông cũng đang vỗ về họ: Berkshire thời "hậu Buffett" cũng sẽ lành mạnh và được quản lý tốt ít nhất như hiện nay.

(35) Hall of Fame.

TÓM TẮT CHƯƠNG 7

- Các tập đoàn có các thành viên hội đồng quản trị độc lập chiếm đa số thường ít xảy ra xì-căng-đan. Tuy nhiên, nhiều nghiên cứu cho thấy không có mối liên hệ nào giữa cơ cấu hội đồng quản trị và diễn biến giá cổ phiếu. Nếu bạn lo ngại rằng bạn sẽ nắm giữ những cổ phiếu như của Enron trong danh mục đầu tư của mình thì hãy tránh xa những công ty có hội đồng quản trị thiếu sự độc lập. *Nếu bạn quan tâm nhiều hơn đến việc tạo ra lợi nhuận cao trong dài hạn, sự độc lập của hội đồng quản trị không nhất thiết là yếu tố chính trong quyết định mua cổ phiếu của bạn.*

- Qua nhiều thập kỷ, hội đồng quản trị của Berkshire không có tính độc lập. Nhưng Berkshire là một trong những cổ phiếu có hiệu quả cao nhất trên thị trường. Hội đồng quản trị của Berkshire hiện nay độc lập hơn trước rất nhiều, nhưng một số chuyên gia về quản trị doanh nghiệp cho rằng như vậy vẫn chưa đủ. *Buffett có những chuẩn mực đạo đức rất cao. Nhưng không phải tất cả các tập đoàn khác đều được điều hành bởi những CEO có tính cách như Buffett. Cổ đông của Berkshire không cần thiết phải bận tâm nhiều đến vấn đề quản trị doanh nghiệp, nhưng đối với những công ty khác, đây là một sự lo ngại sâu sắc.*

- Những người ủng hộ hoạt động quản trị doanh nghiệp tốt luôn đòi hỏi số thành viên hội đồng quản trị độc lập phải chiếm đa số. Họ không được có quan hệ nghề nghiệp, gia đình hay tài chính với công ty, giám đốc điều hành và những nhân sự điều hành khác theo nghĩa có thể gây ảnh hưởng đến các quyết định

quản trị. Buffett không đồng tình với điều này. Ông nói rằng một thành viên độc lập thực sự là người suy nghĩ như một cổ đông và có cam kết tài chính đáng kể trong công ty. Hơn nữa, thu nhập mà họ kiếm được từ các khoản phí trả cho hội đồng quản trị chỉ nên là một phần rất nhỏ trong tổng thu nhập của họ. *Hãy đọc bản ủy quyền để xem mỗi thành viên hội đồng quản trị nắm giữ bao nhiêu cổ phiếu. Những người được gọi là thành viên độc lập nhưng đầu tư rất ít vào công ty sẽ khó có thể mang lại nhiều giá trị cho công ty và cổ đông của mình.*

- Kế hoạch kế nhiệm có vai trò đặc biệt quan trọng khi sự thành công của công ty chỉ gắn với một cá nhân duy nhất. Quả là chính đáng khi các nhà đầu tư lo lắng về tương lai của Berkshire thời hậu Buffett. Nhưng Berkshire đã có một kế hoạch kế nhiệm chắc chắn trong tay. *Hãy cẩn thận khi quyết định đầu tư vào một công ty có CEO thuộc hàng "siêu sao", trừ phi hội đồng quản trị có một kế hoạch kế nhiệm thật minh bạch.*

8

KHÔNG CÓ QUYỀN CHỌN MUA CỔ PHIẾU CHO BUFFETT

Người kế nhiệm tôi ở Berkshire có thể nhận phần lớn lương của mình qua quyền chọn mua cổ phiếu.

- Warren Buffett, 2004

Chính do những vụ bê bối và phá sản doanh nghiệp rùm beng trên báo chí như vụ Enron và WorldCom mà việc chi trả lương thưởng bằng quyền chọn mua cổ phiếu trở thành một đề tài tranh luận nóng bỏng. Trên thực tế, có rất ít vụ bê bối liên quan đến quyền chọn mua cổ phiếu. Hầu hết các vụ này đều mang dấu ấn của sự gian lận kế toán. Nhưng các nhà đầu tư và các nhà làm luật lại cho rằng quyền chọn mua cổ phiếu, vốn đẩy mức bổng lộc của nhà quản lý lên cao ngất ngưởng, là biểu tượng của lòng tham. Warren Buffett là một trong những người chỉ trích mạnh mẽ nhất chế độ lương cao bổng hậu của các CEO.

Để cảm nhận được sự thay đổi của chế độ lương bổng dành cho các CEO trong những năm qua, tất cả những gì bạn cần làm là so sánh thu nhập của họ với mức lương trung bình của công nhân.

James Reda là nhà tư vấn lương bổng và quản trị doanh nghiệp độc lập hàng đầu, là tác giả quyển *Sổ tay Hội đồng Lương bổng (Compensation Committee Handbook)*, một cẩm nang được các giám đốc ở một số tập đoàn lớn nhất ở Mỹ sử dụng trong việc xác định cách thức và các khoản lương phải trả cho các CEO. Theo Reda, trở lại thập niên 1970, một giám đốc điều hành trung bình có thu nhập cao từ 20 đến 25 lần mức lương của một nhân viên có mức thu nhập trung bình. Tuy nhiên, đầu thập niên 2000, con số này vọt lên hơn 400 lần. Chênh lệch đó xuất phát từ các quyền chọn mua cổ phiếu và những khoản tiền thưởng dài hạn.

Rất ít cổ đông phàn nàn về chế độ lương bổng của các CEO khi giá cổ phiếu tăng vọt ở thập niên 1990, chừng nào giá cổ phiếu còn tăng mạnh. Nhưng khi sự bùng nổ của thị trường chứng khoán chấm dứt và những khoản lãi khổng lồ trên sổ sách chuyển thành những khoản lỗ nghiêm trọng, các nhà đầu tư chỉ muốn hạ lương các CEO. Họ đặc biệt khó chịu khi các CEO kiếm được hàng chục triệu đô-la kể cả khi giá cổ phiếu sụt giảm mạnh. Thậm chí các tổ chức phi lợi nhuận cũng không thoát khỏi phản ứng ngược này.

Richard Grasso, CEO của NYSE (lúc bấy giờ là tổ chức phi lợi nhuận), được xem là người hùng sau khi nhanh chóng đưa bảng giao dịch chính trở lại hoạt động bình thường sau vụ tấn công khủng bố đẫm máu 11/9. Tuy nhiên, sau đó ông phải hứng chịu sự chỉ trích nghiêm trọng khi có nguồn tin tiết lộ rằng ông đã nhận được một gói lương bổng trả chậm trị giá xấp xỉ 140 triệu USD. Tuy nhiên, nhờ vào quyền chọn mua cổ phiếu, một số người khổng lồ hàng đầu trong khu vực doanh nghiệp còn kiếm được nhiều hơn. Thậm chí một số nhà quản lý kém cỏi bị buộc phải nghỉ việc cũng ra đi với những khoản đền bù lên đến 8, 9 con số.

Không thể chối cãi rằng quyền chọn mua cổ phiếu bị lạm dụng nghiêm trọng trong thời kỳ bùng nổ thị trường chứng khoán. Một số công ty đưa những khoản ưu đãi bằng cổ phiếu như cho kẹo – đặc biệt là các nhà quản trị cấp điều hành như CEO hay CFO(36). Các công ty khác hủy bỏ các quyền chọn mua cổ phiếu đang tồn tại khi giá cổ phiếu sụt giảm và ngay lập tức thay thế chúng bằng những quyền chọn mới với mức giá áp dụng thấp hơn nhiều – một thông lệ thường được gọi là *tái định giá (repricing)*. Tệ hơn nữa, một số công ty gian dối về ngày cấp quyền ưu đãi. Thay vì trung thực về ngày cấp quyền thực tế, họ lại chọn một ngày trong quá khứ khi giá cổ phiếu ở mức rất thấp và thuận lợi cho họ - thông lệ này được gọi là *ghi lùi ngày (backdating)*. Tuy nhiên, việc ghi lùi ngày không bị lộ trong nhiều năm sau khi sự bùng nổ chấm dứt. Trong khi một số chuyên gia tuyên bố rằng việc ghi lùi ngày cấp quyền chọn chỉ là một hình thức thưởng hợp lệ khác, cựu Chủ tịch Ủy ban Chứng khoán Harvey Pitt gọi đó là hành vi gian lận.

Một số nhà bình luận kêu gọi cấm hoàn toàn việc thưởng bằng quyền chọn mua cổ phiếu. Những người khác, trong đó có Warren Buffett, thì cho rằng sự bắt buộc tính chi phí đối với quyền chọn mua cổ phiếu chính là giải pháp phù hợp cho những trường hợp lợi dụng quyền hạn. Hầu hết các công ty không đưa chi phí ngầm của việc thưởng cổ phiếu ưu đãi vào hạng mục chi phí trong thuyết minh thu nhập của họ. Đó là do họ không bị bắt buộc phải làm như thế. Trở lại năm 1994 khi Quốc hội tranh luận về vấn đề này, họ đã quyết định để cho các công ty tự quyết định. Công ty có thể tính chi phí đối với cổ phiếu thưởng dành cho nhân viên vào thuyết minh thu nhập, hoặc họ chỉ cần ghi chú giá trị ước tính của những cổ phiếu ưu đãi này ở cuối trang trong báo cáo tài chính. Do việc tính chi phí đối với

(36) CFO - Chief Financial Officer: Giám đốc tài chính.

cổ phiếu thưởng sẽ làm giảm thu nhập báo cáo nên không cần đến một nhà khoa học tên lửa mới biết được rằng các CEO hay CFO sẽ chọn phương án nào.

Để hiểu rõ những rắc rối của vấn đề này, trước hết cần phải hiểu rõ quyền chọn (option) thực sự là gì. Nó thực chất chỉ là một loại quyền. Cụ thể, nó cho người sở hữu quyền (không phải là nghĩa vụ) mua cổ phiếu với mức giá định sẵn ở một thời điểm cụ thể nào đó. Quyền mua cổ phiếu ưu đãi niêm yết cũng được giao dịch trên sàn chứng khoán. Bất cứ nhà đầu tư nào cũng có thể mua hoặc bán quyền mua cổ phiếu ưu đãi. Tuy nhiên, quyền mua cổ phiếu thưởng của nhân viên không được chấp nhận cho giao dịch. Chúng được cấp cho một cá nhân cụ thể và quyền sở hữu của họ không được chuyển đổi. Quyền mua cổ phiếu thưởng của nhân viên cũng có ngày hết hạn dài hơn nhiều (10 năm) so với quyền được giao dịch trên sàn chứng khoán.

Ai cũng đồng ý rằng quyền mua cổ phiếu thưởng dành cho nhân viên chỉ có giá trị khi chúng được cấp. Nhưng vấn đề phát sinh khi bạn cố gắng xác định chính xác quyền mua cổ phiếu ưu đãi có giá trị bao nhiêu. Đó là vì không ai biết giá cổ phiếu của công ty sẽ tăng hay giảm và biến thiên ở mức độ nào. Thậm chí nếu rào cản định giá này có thể vượt qua thì vẫn có sự bất đồng về thời gian hạch toán chi phí cho những cổ phiếu ưu đãi này.

QUYỀN MUA CỔ PHIẾU ƯU ĐÃI CÓ TRỊ GIÁ BAO NHIÊU?

Vài thập kỷ trước, ba học giả Fischer Black, Myron Scholes và Robert Merton bắt tay vào một công trình nghiên cứu nhằm xác

định quyền mua cổ phiếu có trị giá bao nhiêu. Tất nhiên, giá thị trường của một quyền mua được phép giao dịch trên sàn chứng khoán có thể tính được. Đó chính là mức giá mà người mua cuối cùng chấp nhận để mua nó, hoặc mức giá mà người bán cuối cùng sẵn sàng chấp nhận. Nhưng các nhà kinh tế học này muốn biết về lý thuyết thì quyền mua cổ phiếu ưu đãi có trị giá bao nhiêu. Công trình của họ đòi hỏi phải hiểu được các thuật toán cao cấp. Ngạc nhiên thay, họ rút ra được một công thức tương tự với lời giải cho một đẳng thức trao đổi nhiệt trong môn vật lý. Với tên gọi là *Mô hình định giá quyền chọn mua Black-Scholes*(37), đây là một công trình xuất sắc về định giá quyền chọn mua các cổ phiếu được phép giao dịch trên sàn chứng khoán bằng tiền mặt, được giao dịch thường xuyên nhưng trong những quãng thời gian tương đối ngắn.

Tuy nhiên, các mô hình định giá lý thuyết như Black-Scholes không thể áp dụng một cách phù hợp khi cần định giá quyền mua cổ phiếu không được phép giao dịch vì chúng chưa đến hạn trong nhiều năm. Hơn nữa, mô hình Black-Scholes đòi hỏi phải sử dụng *độ lệch chuẩn tức thời*(38) của cổ phiếu (một thước đo tính chất dễ biến thiên). Biến số này rất khó hiểu, chưa nói đến việc ước tính nó. Thực ra, đôi khi các nhà phê bình cáo buộc một số tập đoàn cố ý hạ thấp giá trị ước tính của họ đối với biến số này để tối thiểu hóa giá trị thu được từ quyền chọn và giảm tác động của nó đến thu nhập trong báo cáo.

Các tập đoàn công bố giá trị tính toán của quyền chọn mua cổ phiếu ưu đãi dành cho nhân viên của mình theo Mẫu 10-K mà họ phải nộp hàng năm cho Ủy ban Chứng khoán. Họ cũng mô tả cách tính toán của mình. Tuy nhiên, các thuyết minh này vô cùng rắc rối và khó hiểu. Ví dụ, Mẫu 10-K của Honeywell nói về mô hình Black-

---

(37) Black-Scholes option pricing model.
(38) Instantaneous standard deviation.

Scholes, giả định tính chất dễ biến thiên, giả lập Monte Carlo, và đường cong lợi tức của Bộ Ngân khố Mỹ. Nhưng chẳng có điều gì đặc biệt bất thường về Honeywell cả. Những cách mô tả như vậy có thể tìm thấy trong Mẫu 10-K của bất cứ tập đoàn lớn nào có phát hành quyền chọn mua cổ phiếu ưu đãi của nhân viên viên.

Vấn đề cần nói là việc định giá quyền mua cổ phiếu ưu đãi của nhân viên là cực kỳ phức tạp. Dù gần như không thể nào tính ra được giá trị chính xác của nó, nhưng Buffett lập luận trong một bài xã luận trên tờ *Washington Post* năm 2002 rằng sự khó khăn trong việc xác định giá trị của quyền mua cổ phiếu ưu đãi không thể ngăn chặn chúng ta đưa ra ước tính hợp lý. Ông chỉ ra rằng các kế toán viên ước tính chi phí của đủ mọi thứ, bao gồm cả vòng đời hữu dụng của máy móc thiết bị cho mục đích tính khấu hao.

Tuy nhiên, khấu hao không phải là một sự so sánh tương đồng thích hợp. Khi một doanh nghiệp mua tài sản cố định, họ biết chính xác chi phí đến từng xu. Có thể có một số điểm không chắc chắn về việc chi phí đó nên được ghi nhận bao nhiêu trong từng năm, nhưng chẳng có gì mập mờ về chi phí thực tế của nó.

Còn với quyền chọn mua cổ phiếu ưu đãi, các công ty chỉ đơn thuần phỏng đoán chi phí mà thôi. Khi quyền chọn được cấp cho nhân viên, chi phí của nó không thể xác định với bất cứ mức độ chắc chắn nào cả. Trên thực tế, chi phí thực của quyền chọn không thể tính cho đến vài năm sau, khi nhân viên thực sự sử dụng quyền chọn mua cổ phiếu của mình. Và nếu vì một lý do nào đó, quyền này không được hiện thực hóa – chẳng hạn do giá cổ phiếu không tăng – thì lúc đó cũng không có chi phí gì cả!

Nhưng Buffett lập luận hùng hồn trong bài xã luận trên báo

Washington Post rằng quyền chọn là một hình thức chi tiền thưởng, rằng đó là một khoản chi phí và chi phí đó nên được đưa vào khi tính toán thu nhập. Lập luận này đúng chất Buffett cổ điển – nó đơn giản, đi thẳng vào vấn đề và rất thuyết phục. Tuy nhiên, thực tế lại phức tạp hơn nhiều.

Hãy xem xét ví dụ này: giả sử bạn chấp nhận công việc ở một công ty nhỏ có tương lai đầy hứa hẹn. Mức lương hàng năm cho vị trí này là 100.000 USD. Tuy nhiên, giám đốc nhân sự giải thích rằng do tiền mặt của công ty quá eo hẹp, cho nên thay vì được trả toàn bộ mức đó, bạn sẽ chỉ được nhận 90.000 USD. Phần còn lại bạn sẽ được nhận quyền chọn mua 1.000 cổ phiếu mà giá thị trường hiện hành là 20 USD một cổ phiếu.

Chủ yếu nhờ công của Buffett và các đồng minh của ông trong việc kiến nghị thành công Quốc hội sửa đổi luật sau khi thị trường chứng khoán suy sụp mạnh năm 2000, các quy định về kế toán đã được thay đổi. Kết quả là các công ty phải ước tính quyền chọn mua cổ phiếu thưởng có trị giá bao nhiêu khi chúng được cấp ra, và họ phải ghi nhận đầy đủ chi phí của nó trong thuyết minh thu nhập khi quyền mua cổ phiếu được thực hiện. Việc chỉ thông báo ước tính giá trị ở cuối trang trong các báo cáo thu nhập hiện nay là chưa đạt yêu cầu. Giả sử bằng cách sử dụng mô hình Black-Scholes hoặc bất cứ phương pháp lý thuyết nào khác, mỗi cổ phiếu bạn được quyền mua trong số 1.000 cổ phiếu có giá 5 USD một cổ phiếu, kết quả là công ty phải ghi nhận chi phí 5.000 USD trong báo cáo lãi lỗ của họ.

Giả sử nhờ bạn và tất cả những nhân viên khác làm việc cật lực và công ty trở nên rất thành công, khi đó giá cổ phiếu của công ty tăng vọt lên 100 USD một cổ phiếu chỉ vài năm sau khi bạn bắt đầu

làm việc và nhận quyền mua cổ phiếu của mình. Do quyền mua cổ phiếu ưu đãi cho phép bạn mua với giá 20 USD một cổ phiếu nên quyền này quả là đáng ganh tỵ. Khi bạn thực thi quyền mua này, bạn phải trả công ty 20.000 USD và nhận được 1.000 cổ phiếu phổ thông. Với thị giá 100 USD một cổ phiếu, bạn có thể bán ngay số cổ phiếu vừa nhận này với tổng giá trị 100.000 USD. Lợi nhuận trước thuế của bạn là 80.000 USD, một khoản đền bù cho mức lương thấp mà bạn đã chấp nhận khi bước vào công ty này. Quả là một vụ rất hời, phải không nào?

Nhưng có một số vấn đề với phương pháp này. Trước hết, mức chi phí công ty ghi nhận và mức chi phí thực sự của quyền mua cổ phiếu là hai điều khác nhau. Giá trị kinh tế thực sự của các quyền mua cổ phiếu này là sự chênh lệch giữa thị giá cổ phiếu và mức giá mà bạn thực sự trả. Công ty cũng có thể bán 1.000 cổ phiếu đó ra thị trường chứng khoán cho người khác và thu về 100.000 USD, nhưng họ chỉ bán cho bạn với giá 20.000 USD. Do đó, khoản lợi nhuận 80.000 USD của bạn chính là chi phí cơ hội cho công ty và tất cả những cổ đông khác. Tất nhiên, điều này được bù đắp một phần bằng những khoản tiết kiệm mà công ty nhận được khi trả lương thấp cho bạn trong từng ấy năm.

Hơn nữa, thậm chí khi tính đến chi phí cơ hội, không nhất thiết đó phải là chi phí bằng tiền. Nếu công ty cho bạn trái phiếu của Bộ Ngân khố, hoặc cổ phiếu được cấp phép nhưng chưa phát hành, thì không có khoản tiền mặt nào rời khỏi công ty cả. Trên thực tế, điều ngược lại đã xảy ra. Dòng tiền của công ty tăng 20.000 USD khi bạn thực thi quyền của mình. Tuy nhiên, nếu công ty phải mua cổ phiếu trên thị trường tự do với giá 100 USD một đơn vị trước khi chuyển cho bạn với giá 20 USD một đơn vị, thì lúc đó họ mới thực sự cần

một khoản tiền mặt để chi, trị giá 80.000 USD. Trong bất cứ trường hợp nào, nếu giá cổ phiếu tăng lên đáng kể thì việc định giá của công ty đối với quyền mua cổ phiếu ưu đãi vào thời điểm được cấp có thể được ước tính thấp đi so với chi phí thực sự của các quyền mua cổ phiếu ưu đãi đó.

Một vấn đề hoàn toàn khác cũng phát sinh nếu quyền mua cổ phiếu ưu đãi không bao giờ được thực thi. Giả sử bạn nghỉ việc sau khi quyền mua của mình đến hạn nhưng vì một lý do nào đó, bạn không thực hiện quyền mua này. Hoặc giả định bạn vẫn tiếp tục làm việc nhưng công ty làm ăn kém hiệu quả và giá cổ phiếu rớt mạnh vì thế quyền mua cổ phiếu của bạn trở nên vô giá trị. Mặc dù công ty đã tính chi phí 5.000 USD khi cấp quyền mua này cho bạn, nhưng cuối cùng quyền này không làm công ty tốn một khoản nào cả. Do đó, có thể lý luận rằng công ty đã tiết kiệm được 10.000 USD một năm vì bạn đồng ý làm việc với mức lương 90.000 USD thay vì 100.000 USD. Nhưng theo các chuẩn mực kế toán hiện hành, công ty không thể đảo ngược khoản chi phí 5.000 USD đã ghi nhận. Cụ thể trong trường hợp này, mức chi phí mà công ty ghi nhận đã được ước tính cao hơn so với chi phí thực của việc cấp quyền này.

Điều mỉa mai là khi giá cổ phiếu sụt giảm, chi phí thực của quyền mua cổ phiếu ưu đãi sẽ thấp hơn chi phí đã được ghi nhận. Nhưng khi giá cổ phiếu tăng, chi phí thực sẽ cao hơn nhiều. Tuy nhiên, khi cổ phiếu tăng giá thì tất cả các cổ đông đều hưởng lợi – chứ không chỉ riêng các nhân viên được cấp quyền mua cổ phiếu ưu đãi.

Điều thực sự làm nhà đầu tư nhức đầu xảy ra khi các nhà lãnh đạo doanh nghiệp thực thi quyền mua cổ phiếu của mình ngay sau khi giá cổ phiếu tăng vọt và sau đó bán đi ngay trước khi cổ phiếu rớt

giá trở lại. Đây là một mô hình diễn ra thường xuyên, lặp đi lặp lại trong suốt thời kỳ bùng nổ và đổ vỡ của thị trường chứng khoán cuối thập niên 1990 và đầu thập niên 2000. Cũng có những người kịch liệt phản đối việc sử dụng quyền mua cổ phiếu ưu đãi bởi vì họ tin rằng quyền này mang lại động lực cho nhà quản lý trong việc "làm giá" cổ phiếu hoặc tiến hành những dự án đầy rủi ro. Ví dụ, các nhà điều hành có thể cố tình giấu thông tin xấu nhằm duy trì quyền mua cổ phiếu ưu đãi của mình một cách thuận lợi. Hoặc họ có thể vận dụng những thủ thuật kế toán để thúc đẩy tăng giá cổ phiếu một cách giả tạo – ít nhất là cho đến khi họ thực hiện quyền mua bán cổ phiếu và gặt hái những khoản lợi nhuận xấu xa về cho mình.

VẤN NẠN THỰC SỰ NẰM Ở SỰ LẠM DỤNG

Trong ví dụ nêu trên, công ty hạch toán ghi nhận chi phí 5.000 USD. Nhưng như chúng ta đã thấy, nếu giá cổ phiếu tăng lên 100 USD thì chi phí thực của quyền mua này cao hơn nhiều. Kinh tế gia Burton Malkiel và William Baumol lý luận trên tờ *Washington Post* năm 2002 rằng ngay cả khi công ty có thể ghi nhận chi phí chính xác của quyền chọn mua cổ phiếu khi chúng được thực hiện, thì chúng cũng không hợp lý, bởi vì giá cổ phiếu càng tăng thì thu nhập càng cao. Điều này không phải để nói Malkiel và Baumol ủng hộ ghi nhận chi phí đối với quyền mua vào ngày quyền mua được cấp. Họ không ủng hộ điều đó. Họ nhấn mạnh rằng vấn nạn thực sự chính là việc lạm dụng quyền mua ưu đãi, vấn đề mà việc ghi nhận chi phí không giải quyết được. Họ bày tỏ sự quan ngại việc ghi nhận chi phí cho quyền chọn mua sẽ chỉ ngăn cản việc sử dụng chúng mà thôi. Makiel và Baumol đề nghị sử dụng quyền mua ưu đãi dựa vào hiệu quả công việc, vốn được tính toán hợp lý hơn.

Tương tự, các doanh nhân John Doerr và Frederick Smith lập luận trong một bài xã luận trên tờ *New York Times* năm 2002 rằng quyền chọn mua không nên được ghi nhận như một khoản chi phí. Họ lý giải: các tập đoàn đã báo cáo thu nhập trên mỗi cổ phiếu bị pha loãng(39). Con số này được tính toán bằng cách chia thu nhập ròng theo số cổ phiếu đang lưu hành, với giả định rằng quyền chọn mua được thực thi. Do đó, ghi nhận chi phí cho quyền chọn mua ngoài việc xem chúng như những cổ phiếu đang lưu hành sẽ gây ra sự tính trùng, làm cho các báo cáo thu nhập bị sai lệch do thể hiện kết quả thấp hơn giá trị thực. Doerr và Smith cũng lập luận rằng việc ghi nhận chi phí đối với quyền chọn mua sẽ hạn chế việc sử dụng chúng, đồng thời làm cho các tập đoàn khó khăn hơn trong việc giữ nhân tài và cân đối lợi ích của nhân viên và của cổ đông.

Tuy nhiên, Buffett không ủng hộ những lập luận này. Ông tin việc ghi nhận chi phí cho quyền chọn mua cổ phiếu thưởng sẽ có hiệu quả lâu dài trong việc giải quyết nhiều vấn đề liên quan đến sự lạm dụng nó, và sẽ hạn chế việc sử dụng chúng. Tuy nhiên, do Buffett phát biểu quá hùng hồn nên cộng đồng đầu tư cảm nhận rằng ông xem thường quyền mua cổ phiếu ưu đãi. Nhiều nhà đầu tư tin mục tiêu thực sự của Buffett là loại bỏ hoàn toàn việc sử dụng quyền chọn mua cổ phiếu thưởng trong các doanh nghiệp. Là giám đốc điều hành của một trong những công ty lớn nhất nước Mỹ, nhưng bản thân ông chưa bao giờ nhận quyền chọn mua cổ phiếu thưởng cho mình. Hơn nữa, giới truyền thông hiếm khi trích dẫn bất cứ bình luận tốt đẹp nào của ông đối với quyền mua cổ phiếu ưu đãi.

---

(39) Pha loãng cổ phiếu là việc phát hành thứ cấp thêm cổ phiếu phổ thông của một công ty cổ phần dưới nhiều hình thức khác nhau theo quy định của pháp luật. Các hình thức phát hành thứ cấp của pha loãng cổ phiếu như sau: Chuyển đổi trái phiếu thành cổ phiếu; Cổ phiếu ưu đãi, cổ phiếu thưởng; Phát hành thêm cổ phiếu. Pha loãng cổ phiếu sẽ làm cho (1) Thu nhập trên đầu cổ phiếu sẽ giảm xuống do số lượng cổ phiếu tăng lên; (2) Tỷ lệ sở hữu cổ phiếu của các cổ đông hiện hữu bị thay đổi (số phần trăm sở hữu hay quyền bỏ phiếu của các cổ đông hiện hữu giảm xuống); (3) Giá trị đơn vị cổ phiếu bị tăng lên hoặc giảm xuống căn cứ vào giá phát hành đợt cổ phiếu mới.

Thế nhưng thực tế lại rất khác biệt. Buffett không chống đối việc sử dụng quyền chọn mua này. Thực ra, ông nói: "Do những nỗ lực cố ý gây hiểu lầm đối với vấn đề quyền chọn mua vẫn còn tiếp diễn, nên có lẽ phải chỉ ra rằng không ai – kể cả Hội đồng Tiêu chuẩn Kế toán Tài chính lẫn những nhà đầu tư bình thường, cả bản thân tôi – nên nói đến việc hạn chế sử dụng quyền chọn mua theo bất cứ cách nào". Ông nói tiếp: "Người kế nhiệm tôi ở Berkshire hoàn toàn có thể nhận phần lớn tiền lương của mình bằng quyền chọn mua cổ phiếu thưởng".

Nhiều nhà quan sát ngạc nhiên khi nghe thấy điều này. Sự thực là Buffett tin rằng quyền chọn mua cổ phiếu có thể là một hình thức khen thưởng vật chất thích hợp, miễn là chúng được xây dựng một cách phù hợp. Tuy ông phản đối việc sử dụng quyền chọn mua có giá cả thực hiện cố định, nhưng ông không hề chống lại việc sử dụng quyền chọn mua có giá thực hiện được điều chỉnh định kỳ nhằm phản ánh những thay đổi trong lợi nhuận giữ lại. Nếu giá thực hiện cố định, các nhà quản lý có thể chỉ còn động lực làm việc trong những thị trường giá lên mà thôi. Tuy nhiên, giá thực hiện linh hoạt lại tưởng thưởng một cách hợp lý cho các nhà điều hành đã tạo ra giá trị tăng thêm cho công ty.

Buffett cũng muốn nhìn thấy sự ràng buộc được áp đặt đối với thời điểm các nhà quản lý có thể bán cổ phiếu của mình. Ông nói rằng thật sai lầm khi cho phép họ lập tức bán ngay sau khi mua cổ phiếu thông qua việc thực hiện quyền chọn mua. Xét cho cùng, sau khi đã bán đi cổ phiếu mà họ nắm giữ thì họ cũng mất đi động lực để suy nghĩ và hành động như một chủ sở hữu. Buộc nhân viên phải nắm giữ cổ phiếu sau khi họ thực hiện quyền mua của mình mới

nghe thì hoàn toàn hợp lý, nhưng lại là một vấn đề phức tạp hơn nhiều. Đó là do việc thực hiện quyền mua ưu đãi sẽ lập tức kích hoạt nghĩa vụ thuế. Nhân viên thường bán cổ phiếu đi để lấy tiền đóng thuế. Nếu chúng ta áp đặt việc giới hạn khả năng bán ra của họ, thì sự việc chỉ công bằng khi IRS (Internal Revenue Service – Cục Thuế Liên bang Mỹ) điều chỉnh cách tính thuế cho trường hợp này. Trước hết, họ cần hoãn thuế cho đến khi cổ phiếu được bán thực sự. Thứ hai, họ nên xem xét bất cứ khoản lãi hoặc lỗ nào từ giá cổ phiếu sau khi quyền mua được thực hiện. Trên thực tế, nhiều nhân viên trung thành có ý định tốt đã học được một bài học đắt giá đầu những năm 2000 khi giá cổ phiếu tụt dốc thê thảm. Họ nắm giữ cổ phiếu của mình sau khi thực hiện quyền chọn mua, đúng như cách Buffett đề xuất. Nhưng họ bị thiệt hại nặng nề khi giá cổ phiếu giảm mạnh. Một số thậm chí còn phải gánh chịu những khoản thuế vượt còn cao hơn cả giá trị cổ phiếu của họ.

Đề xuất của Buffett về cách xây dựng quyền mua ưu đãi một cách hợp lý có ý nghĩa rất lớn. Hội đồng quản trị các công ty tốt nhất nên lắng nghe ý kiến của ông. Nhiều khuyến nghị của ông chắc chắn có tác dụng trong dài hạn nhằm giảm việc lạm dụng công cụ này. Tuy nhiên, sự nhấn mạnh của ông rằng quyền mua ưu đãi cần được ghi nhận chi phí khi phát hành lại không hợp lý. Như chúng ta đã thấy ở đầu chương, nhiều chuyên gia tin việc ghi nhận chi phí cho quyền chọn mua khi nó được cấp ra không chỉ làm giảm tính chính xác của các khoản thu nhập báo cáo, mà nó còn làm nản lòng những người muốn sử dụng nó.

Như Buffett giải thích, không có gì sai trong việc thưởng cho nhân viên bằng quyền chọn mua cổ phiếu bởi đó là một hình thức

khen thưởng hoàn toàn thích hợp và hiệu quả. Thực sự chúng có thể duy trì lâu dài sự cân bằng lợi ích của nhân viên và cổ đông. Xét cho cùng, nhân viên càng nhận được phần thưởng trong trò chơi thì họ càng có suy nghĩ như một cổ đông, và họ sẽ càng tập trung làm việc hiệu quả để đảm bảo thành công của công ty và nhìn thấy giá cổ phiếu của họ tăng lên – không chỉ trong ngắn hạn, mà cả trong dài hạn.

Buffett cũng đúng khi than phiền về sự lạm dụng liên quan đến quyền mua ưu đãi. Cấp quyền mua quá nhiều cho các nhà quản lý được ưu ái, tái định giá quyền mua sau khi cổ phiếu sụt giá, ghi lùi ngày thực hiện quyền mua nhằm kiếm được mức giá thuận lợi, và rất nhiều cách lạm dụng khác chưa được nói ra – tất cả đều sai, trong đó có một số bất hợp pháp.

Buffett cũng chỉ trích một hình thức lạm dụng khác thường ít được chú ý: mua lại cổ phiếu. Điều này chắc chắn sẽ gây ngạc nhiên cho nhiều nhà đầu tư vì họ thường ủng hộ việc thu mua lại cổ phiếu. Nói chung, Buffett đồng ý công ty nên trả tiền mặt cho cổ đông khi các nhà quản lý không tìm được những dự án nhằm tối đa hóa giá trị để đầu tư vào đó. Trả lại tiền mặt cho nhà đầu tư có thể được thực hiện thông qua việc chi trả cổ tức hoặc mua lại cổ phiếu. Khi bộ máy quản lý tin cổ phiếu đang được bán dưới giá trị nội tại của nó, việc mua lại cổ phiếu là rất có ý nghĩa. Tuy nhiên, Buffett cảnh báo: việc sử dụng quyền mua ưu đãi để bổ sung lương bổng cho nhân viên sẽ làm cho nhà quản lý có động lực sai lầm trong việc ủng hộ mua lại cổ phiếu khi cổ phiếu bị đẩy lên cao. Điều này là do việc mua lại cổ phiếu đẩy giá cổ phiếu tăng cao hơn bằng cách giảm số lượng cổ phiếu đang lưu hành và tăng tỷ lệ thu nhập trên mỗi cổ phiếu. Với việc khởi động chương trình mua lại cổ phiếu, các nhà quản lý có thể thực sự thúc đẩy giá trị quyền chọn mua của họ.

Nhưng Buffett sai lầm về tác động của việc ghi nhận chi phí cho quyền mua ưu đãi đến tần suất sử dụng của chúng. Sự thực là các công ty bắt đầu phát hành ít quyền chọn mua hơn sau khi các cơ quan điều hành yêu cầu ghi nhận chi phí cho quyền này, như nhiều nhà kinh tế học đã dự báo. Chắc chắn một số nhà quan sát sẽ hoan nghênh kết quả này. Nhưng họ đừng vội mừng, bởi đối với các công ty lớn có lợi nhuận cao, việc ghi nhận chi phí đối với quyền chọn mua chẳng phải là vấn đề khó khăn. Hoặc giả nó chỉ làm giảm vài xu một cổ phiếu trong các báo cáo thu nhập. Hơn nữa, các công ty lớn có thể sử dụng những công cụ khác để khen thưởng bổng lộc cho nhân viên. Thực sự họ có thể chi nhiều tiền mặt thưởng cho nhân viên và giảm bớt quyền chọn mua đi. Tuy nhiên, việc ghi nhận chi phí đối với quyền chọn mua là vấn đề rắc rối đối với các công ty nhỏ, đặc biệt là những doanh nghiệp mới đi vào hoạt động chưa có lợi nhuận và chỉ có mức lưu chuyển tiền tệ thấp. Trong quá khứ, các công ty nhỏ như thế này thường dùng quyền chọn mua để thu hút và giữ chân nhân tài. Giờ đây, nếu quyền này bị xem là chi phí thì họ sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong việc tìm ra những nhân sự giỏi nhất.

Tòa án vẫn chưa tham gia vấn đề này. Việc bắt buộc ghi nhận chi phí đối với quyền chọn mua cổ phiếu thưởng có vẻ đã giảm được sự lạm dụng, nhưng nó cũng làm cho quyền này trở thành một hình thức khen thưởng kém phổ biến hơn. Ngày nay, cả công ty lớn lẫn công ty nhó đều đang tìm kiếm những phương cách thay thế nhằm kích thích và khen thưởng nhân viên. Chỉ có thời gian mới trả lời được liệu việc ghi nhận chi phí đối với quyền mua có phải là thuốc trị bá bệnh như những người ủng hộ đã quảng bá hay không, hay chỉ là một giải pháp không hiệu quả cho một rắc rối thực sự nào đó mà cuối cùng lại giết chết sự nhiệt tình của các doanh nhân có đầu óc cách tân nhất nước Mỹ.

TÓM TẮT CHƯƠNG 8

- Chế độ lương bổng quá cao dành cho các nhà quản lý là một vấn đề nóng bỏng. Nhiều khoản thu nhập khổng lồ đang được các CEO và những nhà quản lý cao cấp khác "gặt hái" từ quyền chọn mua cổ phiếu ưu đãi và những hình thức thưởng khác. *Bạn nên tránh đầu tư vào những công ty dành những khoản lương thưởng quá cao cho các nhà điều hành hàng đầu của họ.*

- Mô hình định giá quyền chọn mua Black-Scholes là một công cụ rất hay để tính toán giá trị lý thuyết của những quyền chọn mua được giao dịch trên sàn chứng khoán bằng tiền mặt vốn tồn tại ngắn ngủi. Nhưng nó không có hiệu quả tốt trong việc định giá quyền chọn không chuyển nhượng được trong nhiều năm. Dù có điểm yếu, song mô hình này vẫn thường được sử dụng cho mục đích đó. *Hãy tránh các công ty có chi phí hàng quý liên quan đến quyền chọn mua có giá trị chỉ một vài xu trên một cổ phiếu.*

- Sau vụ sụp đổ của bong bóng dot-com, Buffett và liên minh của ông đã thuyết phục các nhà điều hành thị trường chứng khoán ra quy định bắt buộc ghi nhận chi phí đối với quyền chọn mua khi chúng được cấp. Buffett hy vọng sự bắt buộc đó sẽ giúp chấm dứt việc lạm dụng này. Thực ra, vấn đề lạm dụng quyền chọn mua ưu đãi để trả thưởng có phần giảm đi trong những năm gần đây. Tuy nhiên, sự đánh đổi là quyền này ít được sử dụng hơn. Khuynh hướng này gây khó khăn lớn cho những doanh nghiệp mới đi vào hoạt động vì dòng tiền không đủ lớn để thu hút những người giỏi nhất. *Các quy tắc kế toán đòi hỏi phải ghi nhận chi phí đối với quyền mua ưu đãi đã*

mang lại cho những công ty lớn và làm ăn hiệu quả một lợi thế so sánh lớn so với các doanh nghiệp nhỏ, mới được thành lập. Để tận dụng lợi thế này, hãy xem xét gia tăng tỷ trọng phân bổ vốn trong danh mục đầu tư của bạn vào những cổ phiếu có mức vốn hóa thị trường lớn.

- Ngày nay, các công ty phát hành ít quyền chọn mua cổ phiếu ưu đãi hơn, nhưng đó không phải là ý định của Buffett. Thực ra, Buffett tin rằng quyền mua ưu đãi là một công cụ vô cùng thích hợp để trả lương thưởng cho các nhà điều hành cao cấp, miễn là chúng được xây dựng hợp lý. Hơn nữa, ông ủng hộ việc hạn chế bán cổ phiếu có được do thực thi quyền mua ưu đãi. *Hãy tìm kiếm những công ty phát hành quyền chọn mua ưu đãi với giá thực hiện linh hoạt và những đặc điểm khác có thể tưởng thưởng nhà quản lý một cách thích hợp vì họ đã tạo ra giá trị. Đồng thời, nên hướng đến các công ty có biện pháp hạn chế việc bán cổ phiếu có được từ quyền chọn mua ưu đãi.*

9

BUFFETT: NGƯỜI ỦNG HỘ THUẾ CAO

Tôi được ban cho tài năng bẩm sinh trong việc phân bổ vốn.

- Warren Buffett, 2003

Warren Buffett đã nhiều lần chứng minh khả năng của mình trong việc tạo ra những khối tài sản khổng lồ – không chỉ cho bản thân ông, mà còn cho tất cả những cổ đông của Berkshire. Thực tế, chính ông là người đã tạo ra nhiều triệu phú hơn bất cứ người nào khác. Như chúng ta đã biết, Buffett cũng là người lớn tiếng chỉ trích lòng tham của các CEO và rất có uy tín trong việc bảo vệ quyền lợi của cổ đông. Nhưng chúng ta cũng thấy rằng đôi khi Buffett lại chọn cách hành xử có thể mang lại thiệt hại cho nhà đầu tư. Có lẽ ví dụ hiển nhiên nhất là sự kêu gọi đánh thuế cao hơn. Buffett ủng hộ thuế thu nhập, cũng như thuế tài sản, cao hơn đối với những người được xem là giàu.

MỘT ĐIỀU XẤU CẦN LÀM NGAY[40]

Một nhà nước hoạt động hiệu quả luôn dựa vào các khoản thu từ thuế để thanh toán cho tất cả mọi thứ mang lại lợi ích cho công dân của nó. Thuế chi trả cho quân đội để bảo vệ tổ quốc, cảnh sát để bảo vệ an ninh đường phố, rồi hệ thống y tế, giáo dục công, cầu đường, v.v. Thuế cũng chi trả cho tất cả những chương trình xã hội nhằm hỗ trợ người nghèo, người khuyết tật và những người cần đến các dịch vụ này.

Bất kể quan điểm chính trị ra sao, tất cả mọi người (trừ những người theo chủ nghĩa vô chính phủ) đều đồng ý thuế là khoản thu rất cần thiết. Họ cũng đồng ý rằng tất cả mọi người đều phải đóng thuế với mức hợp lý. Nhưng vấn đề phát sinh là đóng thuế như thế nào mới công bằng? Thuế suất nên nằm ở mức nào? Những đối tượng, tài sản, thu nhập nào cần phải đánh thuế?

Xét đến thu nhập, những người theo chủ nghĩa tự do lý luận: những người kiếm được nhiều tiền hơn không chỉ đóng thuế nhiều hơn; họ còn cần phải đóng thuế với tỷ lệ cao hơn. Nói cách khác, những người có thu nhập cao hơn phải đóng thuế với thuế suất ở mức cao hơn. Những người theo chủ nghĩa tự do ủng hộ thuế suất lũy tiến.

Những người theo chủ nghĩa bảo thủ phản ứng rằng nếu thuế suất thu nhập bằng nhau, những người kiếm nhiều tiền hơn sẽ đóng thuế cao hơn. Những người này phản đối mạnh mẽ thuế suất lũy tiến, mà họ cho rằng có bản chất không công bằng và có thể gây tác hại cho nền kinh tế vì nó làm giảm động lực làm việc chăm chỉ và hiệu quả. Họ cũng lý luận rằng thuế suất lũy tiến sẽ không khuyến

---

(40) Nguyên văn: A necessary evil.

khích đầu tư. Tuy những tác động gây hại này có thể không nổi bật lắm nếu thuế suất chỉ có tính lũy tiến nhẹ nhàng, nhưng thuế suất lũy tiến quá mạnh có thể làm chậm sự tăng trưởng kinh tế, dẫn đến ít có việc làm mới và tạo ra ít thu nhập hơn cho chính phủ.

Nhiều kinh tế gia, doanh nhân và chính trị gia bảo thủ nổi tiếng, trong đó có Milton Friedman, Steve Forbes và Dick Armey từ lâu luôn ủng hộ hệ thống thuế đơn giản với thuế suất cố định. Họ cũng ủng hộ việc loại bỏ những lỗ hổng và những khoản giảm trừ giúp nhiều người có thể thuê những kế toán viên "cao tay" tìm cách tránh thuế. Họ tin rằng luật thuế đơn giản và thuế suất cố định sẽ thúc đẩy hoạt động kinh tế đồng thời gia tăng thu nhập của chính phủ.

Có rất nhiều bằng chứng cho thấy nền kinh tế sẽ tăng trưởng mạnh khi thuế suất thấp. Ví dụ, Nga từng trải qua một giai đoạn tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ và tổng thu từ thuế tăng vọt sau khi triển khai luật thuế đơn giản với thuế suất cố định. Thậm chí ở Mỹ, tăng trưởng kinh tế cũng tăng tốc và tổng thu từ thuế tăng đến mức kỷ lục ngay sau khi chính sách cắt giảm thuế của chính quyền George Bush có hiệu lực.[41]

Những người theo trường phái tự do phàn nàn rằng những người có thu nhập cao nhất cần phải đóng thuế nhiều hơn vì họ nhận được phần tổng thu nhập lớn. Những người bảo thủ phản công rằng họ đã đóng phần lớn các loại thuế rồi. Theo Cục Thuế Liên bang Mỹ, 1% những người có thu nhập cao nhất đóng góp 21% trong tổng số thuế thu nhập điều chỉnh năm 2005, nhưng họ cũng phải đóng 39% tất cả các khoản thuế cá nhân được thu vào năm đó. Một phần tư những người có thu nhập cao nhất, chiếm 68% tổng thu nhập điều

(41) Tất nhiên, những người tự do sẽ chỉ ra những khoản thâm hụt ngân sách của chính quyền Bush. Tuy nhiên, thâm hụt là kết quả của việc gia tăng chi tiêu, chứ không phải là do giảm ngân sách thu từ thuế.

chỉnh, đóng đến 86% tất cả các loại thuế thu nhập cá nhân. 50% có thu nhập thấp nhất chỉ nhận 13% tổng thu nhập và hầu như không đóng bất cứ khoản thuế nào cả! Tỷ lệ đóng tất cả các loại thuế của họ chỉ chiếm khoảng 3%. Đối với những người bảo thủ, điều này chứng tỏ rằng luật thuế có số lũy tiến quá cao. Đối với những người tự do, điều này là chưa có sự lũy tiến đúng mức.

THUẾ SUẤT 3% CỦA BUFFETT

Điều lạ lùng là Warren Buffett, một trong những nhà tư bản lớn nhất mà thế giới từng biết đến, lại theo quan điểm của những người tự do khi nói đến vấn đề thuế. Buffett ủng hộ việc đánh thuế cao lên cả thu nhập lẫn tài sản. Ông từng có những bài viết kêu gọi áp dụng các mức thuế cao hơn đối với cả thu nhập doanh nghiệp và tăng thuế suất lũy tiến cao hơn nữa đối với thu nhập cá nhân.

Trong thư gởi cổ đông năm 2003, Buffett phát biểu rằng Berkshire sắp thực hiện việc thanh toán một khoản thuế lên đến 3,3 tỷ USD, hoặc 2,5% toàn bộ các khoản thuế thu được của Bộ Ngân khố Hoa Kỳ trong năm đó. Buffett nói rằng Berkshire là "một trong 10 công ty đóng thuế cao nhất nước Mỹ". Ông tiếp tục giải thích: do nhiều lần gián đoạn thuế, các công ty chỉ nộp 7,4% tổng các khoản thu về thuế của nước Mỹ trong năm 2003. Ông cũng chỉ ra rằng trở lại năm 1952, phần ngân sách thu từ thuế của các doanh nghiệp lên đến 32%. Điều Buffett muốn nhấn mạnh là nói chung các công ty đang hưởng các mức thuế suất rất nhẹ nhàng trong khi các cá nhân lại phải gánh chịu những mức thuế cao hơn nhiều. Buffett cũng đưa ra một ví dụ rất hùng hồn - nhưng có lẽ không cố ý – cho việc cần phải đơn giản hóa các thủ tục thuế, rằng hồ sơ khai thuế của Berkshire của năm 2002 lên đến 8.905 trang.

Đến 2006, nợ thuế liên bang của Berkshire đã tăng lên 4,4 tỷ USD. Hồ sơ khai thuế của họ năm đó dài đến 9.386 trang. Bạn có thể dễ dàng thấy rằng cần phải có bộ máy hành chính nhân sự khổng lồ mới xử lý hết từng ấy giấy tờ. Nhưng như Buffett đã chỉ ra, Berkshire chỉ có 19 nhân viên trong bộ máy công ty làm việc ở tổng hành dinh có diện tích khoảng 930 mét vuông mà thôi. Tổng quỹ lương hàng năm, bao gồm cả tiền thưởng, là 3,5 triệu USD. Con số này bao gồm cả lương của Buffett và Munger, mỗi người 100.000 USD.

Tất nhiên, chính phủ hẳn rất biết ơn Berkshire vì đã đóng thuế nhiều như vậy. Tuy nhiên, cổ đông của Berkshire chí ít cũng cần được quan tâm đến quyền lợi. Như Buffett đã nói, tiền thuế liên bang của Berkshire chiếm khoảng 2,5% tổng thu các loại thuế năm 2003. Nhưng Berkshire chỉ tạo ra khoảng 1,2% tổng thu nhập của doanh nghiệp trong năm đó. Nói cách khác, Berkshire dường như đã đóng thuế quá nhiều so với phần hợp lý mà họ phải đóng góp.

Nhưng Buffett có vẻ rất tự hào khi Berkshire đóng góp nhiều tiền – và rất hiệu quả – cho chính phủ. Mặc dù ông nghĩ rằng những cá nhân đóng thuế phải chịu quá nhiều gánh nặng thuế, trong bài xã luận trên tờ *Washington Post* ngày 20 tháng 5 năm 2003, Buffett chỉ trích Thượng viện Mỹ vì đã thông qua một đạo luật nhằm loại bỏ các sắc thuế cá nhân đánh vào cổ tức. Đạo luật này không làm lợi cho ai ngoài những người giàu có. Dù Berkshire không trả cổ tức, nhưng Buffett chỉ ra rằng nếu thuế đánh trên cổ tức bị loại bỏ và Berkshire tiến hành chia cổ tức 1 tỷ USD thì bản thân ông sẽ nhận được 310 triệu USD mà không phải đóng một đồng thuế nào! Ông nói điều này sẽ đẩy thuế suất cá nhân của ông giảm mạnh xuống chỉ còn 3%. Ông cũng cảnh báo việc ban hành ngày hiệu lực trong đề xuất của Thượng viện sẽ khuyến khích "các hoạt động kế toán theo kiểu Enron", nghĩa là người

ta sẽ giữ lại cổ tức cho đến khi nào thuế này bị loại bỏ, và dễ hiểu là ngay sau đó sẽ là những "cơn lũ" cổ tức tuôn ra.

Tất nhiên các tập đoàn có thể làm nhiều thứ với tiền mặt của mình. Họ cũng có thể chỉ giữ nó trong tay hay đầu tư vào những chứng khoán có mức sinh lợi thấp nhưng tính thanh khoản cao. Tuy nhiên, đây không phải là một ý tưởng hay vì nó sẽ kìm hãm giá cổ phiếu. Họ có thể tái đầu tư tiền mặt vào những dự án nhằm đạt được tỷ suất thu nhập cao hơn để thúc đẩy giá cổ phiếu. Họ có thể mua lại cổ phiếu, đồng nghĩa với việc trả lại tiền mặt dưới hình thức tiền lãi trên vốn cho những cổ đông chọn cách bán cổ phiếu của mình. Hoặc họ có thể trả cổ tức, đồng nghĩa với việc trả lại tiền mặt cho tất cả các cổ đông dưới hình thức thu nhập bình thường.

Lý thuyết tài chính nói rằng khi bộ máy quản lý không tìm được những dự án có khả năng tối đa hóa tài sản để đầu tư thì công ty nên trả lại tiền mặt cho cổ đông. Cách này – thông qua việc mua lại cổ phiếu hoặc trả cổ tức – có thể bị tác động bởi một số yếu tố, bao gồm cả thuế suất hiện hành. Nếu thu nhập bình thường bị đánh thuế với thuế suất cao hơn nhiều so với lợi tức từ vốn, như trường hợp xảy ra trước những đợt cải cách thuế của chính quyền Bush, thì việc mua lại cổ phiếu là con đường được ưa chuộng hơn. Nhưng nếu thuế suất đánh vào cổ tức thấp hơn thuế đánh vào lợi tức từ vốn, cổ tức sẽ là lựa chọn tốt hơn cho các cổ đông.

Dù Thượng viện Mỹ đã rất nỗ lực, nhưng thuế đánh vào cổ tức vẫn không được loại bỏ. Tuy nhiên, khi Tổng thống Bush ký Đạo luật Miễn giảm Thuế Hỗ trợ Tăng trưởng và Việc làm năm 2003 thì thuế suất tối đa đánh trên cổ tức và các khoản lợi tức dài hạn (hơn 1 năm) đều được giảm xuống mức 15%. Những người như Buffett,

chống lại mức thuế suất thấp hơn đánh trên cổ tức, đã không nghĩ đến việc cổ tức đã bị đánh thuế ở cấp độ doanh nghiệp. Đây chính là việc đánh thuế trùng mà nhiều nhà đầu tư và kinh tế học thường phàn nàn. Nhiều kinh tế gia lý luận rằng thu nhập của doanh nghiệp chỉ nên bị đánh thuế một lần mà thôi. Nếu doanh nghiệp đã đóng thuế, thì cá nhân không phải đóng thuế thêm một lần nữa. Và, nếu cá nhân đóng thuế thì doanh nghiệp không cần đóng thuế trước đó cho khoản lợi tức này.

Hội đồng quản trị Berkshire đã có quyết định khôn ngoan khi quyết định không chi trả cổ tức năm 2003. Không giống tiền lãi phải trả cho các khoản nợ được miễn thuế, việc thanh toán cổ tức phải lấy từ thu nhập sau thuế của doanh nghiệp. Luật thuế Hoa Kỳ không cho phép các tập đoàn khấu trừ các khoản thanh toán cổ tức trước khi đóng thuế. Do đó, nếu Berkshire trả cổ tức năm 2003 thì việc này hoàn toàn không có tác động gì đến khoản thuế 3,3 tỷ USD cần phải thanh toán. Tuy nhiên, nếu trả cổ tức thì Berkshire phải buộc cổ đông của mình thanh toán thêm một phần thuế nữa. Nếu vì một lý do nào đó họ thực sự muốn trả lại tiền mặt cho nhà đầu tư, tốt hơn hết là họ tiến hành mua lại cổ phiếu. Mặc dù cổ đông sẽ bị đánh thuế trên lợi tức vốn của mình, nhưng mức thuế suất sẽ nhẹ hơn trường hợp họ nhận cổ tức. Tuy nhiên, thuế suất cho cá nhân trên cả cổ tức lẫn lợi tức từ vốn kể từ đó đã giảm xuống còn 15%. Kết quả là việc trả lại tiền mặt cho cổ đông hiện nay sẽ ít gây thiệt hại cho họ, xét về khía cạnh thuế, so với năm 2003. Hơn nữa, do thu nhập từ cổ tức và lợi tức từ vốn hiện đang được đánh thuế với mức thuế suất ngang nhau nên chẳng có phương pháp nào thuận lợi hơn phương pháp nào.[42]

---

(42) Có thể lý luận rằng việc mua lại cổ phiếu vẫn là sự lựa chọn tốt hơn bởi chúng mang lại quyền quyết định cho nhà đầu tư. Xét cho cùng, nếu bạn không bán cổ phiếu đi thì bạn không phải gánh chịu một khoản thuế nào cả.

BUFFETT ỦNG HỘ THUẾ TÀI SẢN THỪA KẾ, NHƯNG LẠI CỐ TRÁNH NÓ

Không giống như thuế thu nhập, thuế này đánh trên sự giàu có của bạn. Những người tự do gọi nó là "thuế gia sản"(43). Họ cho rằng chính phủ nên tịch thu tài sản của những người giàu có ở một mức độ nào đó ngay sau khi họ qua đời. Vì rằng, xét cho cùng đặc quyền được sống trên đất Mỹ là điều đã giúp họ trở nên giàu có. Thay vì để lại tài sản cho con cháu, họ nên bị bắt buộc phải từ bỏ phần lớn tài sản của mình cho chính phủ sau khi họ qua đời.

Cách nghĩ này đánh đồng sự giàu có với sự may mắn. Những người suy nghĩ kiểu này tin rằng may mắn là yếu tố có ý nghĩa nhất để giải thích cho sự khác biệt giữa người giàu và người nghèo. Ngay cả Buffett cũng công nhận sự may mắn đối với phần lớn thành công của ông. Ông nói ông đã gặp may khi được sinh ra ở Mỹ, và còn may mắn hơn khi "tôi được trời phú tài năng bẩm sinh trong việc phân bổ vốn".

Trái lại, những người bảo thủ xem thuế tài sản là "thuế qua đời"(44). Họ phản đối chính phủ thu hồi tài sản của một người nào đó chỉ bởi vì họ qua đời. Họ chỉ ra rằng tài sản là những gì còn lại sau khi đã đóng thuế đầy đủ. Nếu lại đánh thuế tiếp thì chắc chắn đó là một điều sai. Những người bảo thủ nhấn mạnh rằng "thuế qua đời" mang tính trừng phạt đối với sự lao động chăm chỉ và tính tiết kiệm, và khuyến khích sự lãng phí và hoang phí. Suy cho cùng, nếu bạn biết chính phủ sẽ lấy đi phần lớn những gì bạn để lại, thì tại sao bạn không cố chi tiêu càng nhiều càng tốt trước khi bạn ra đi? Tại sao bạn phải mang tài sản của mình đi đầu tư và cố gắng kiếm thêm nhiều tiền? Tại sao bạn cần phải tiết kiệm nếu bạn biết mình không thể dành tặng cho những người thân yêu của bạn?

(43) "Wealth tax".
(44) "Death tax".

Ngoài ra, phe bảo thủ còn lý luận rằng tài sản không phải lúc nào cũng có tính thanh khoản. Chỉ vì ai đó có thể có một lượng tài sản lớn không có nghĩa tất cả đều là tiền bạc trong tủ hoặc trong tài khoản tiết kiệm. Một phần tài sản có thể dưới dạng cổ phiếu và trái phiếu, nhưng một phần rất lớn có thể được đầu tư dưới dạng tài sản cố định cần thiết cho hoạt động của doanh nghiệp. Đánh thuế tài sản có thể buộc doanh nghiệp phải đóng cửa bởi vì họ phải bán tài sản, lấy tiền mặt để trả cho chính phủ. Người nông dân có thể phải bán nông trại để lấy tiền nộp thuế tài sản. Những người bảo thủ nói rằng khôn ngoan nhất là cứ để cho người thừa kế tiếp tục điều hành doanh nghiệp. Cuối cùng, chính phủ cũng sẽ nhận được phần của mình từ việc đánh thuế trên thu nhập mà doanh nghiệp tạo ra.

Chủ nhân giải Nobel Kinh tế Milton Friedman[45] đã lên tiếng chỉ trích thuế tài sản. Ông gọi đó là một sắc thuế phi đạo đức nhằm trừng phạt đức hạnh, không cổ vũ tiết kiệm và khuyến khích tiêu xài hoang phí. Thậm chí, ông còn nghi ngờ giá trị của nó trong việc đem lại nguồn thu cho chính phủ. Ông cho rằng chi phí mà chính phủ phải bỏ ra hàng năm để thu loại thuế này còn nhiều hơn cả số tiền thuế mà nó thực sự mang về cho ngân sách. Lý do là các nhà tư vấn tài chính sẽ nghĩ ra vô vàn cách thức nhằm giúp những khách hàng giàu có của mình tránh phải trả khoản thuế này. Bằng cách loại bỏ thuế tài sản – và tất cả những lỗ hổng đi kèm với nó – Friedman tin rằng chính phủ sẽ thực sự có được những khoản thu nhập thuần lớn hơn nhiều.

(45) Milton Friedman (1912 - 2006): Nhà kinh tế học người Mỹ đoạt giải Nobel Kinh tế năm 1976 vì những đóng góp trong lĩnh vực phân tích tiêu dùng, lịch sử và lý thuyết tiền tệ cũng như vì công lao của ông trong việc chứng minh tính phức tạp của chính sách ổn định kinh tế vĩ mô. Ông đã có những đóng góp quan trọng trong các lĩnh vực kinh tế học vĩ mô, kinh tế học vi mô, lịch sử kinh tế và thống kê. Theo tờ The Economist, Friedman là nhà kinh tế có ảnh hưởng lớn nhất nửa sau thế kỷ 20.

Ca sỹ Pat Boone, phát ngôn viên của Hội 60 Plus, thậm chí còn buộc tội Buffett trên tờ *The Washington Times* rằng bản thân ông được hưởng lợi từ thuế tài sản. Ông nói Berkshire đã mua lại một doanh nghiệp kiếm lời từ việc bán bảo hiểm thuế tài sản. Loại bảo hiểm này đảm bảo những người thừa kế có đủ tiền để thanh toán thuế tài sản mà không cần phải thanh lý tài sản. Thực tế, có một ước tính cho rằng "khoảng 10% doanh số bảo hiểm nhân thọ liên quan đến dịch vụ tư vấn thuế tài sản".

Một số người trong nhóm cực giàu, bao gồm Buffett, George Soros và William Gates Sr. (cha của Bill Gates) đã phản đối những nỗ lực của chính phủ Bush năm 2001 nhằm bãi bỏ thuế tài sản. Gates đã ra điều trần trước Quốc hội và thể hiện sự quan ngại rằng việc bãi bỏ thuế tài sản sẽ làm giảm các khoản hiến tặng nhân đạo. Xét kỹ thì dường như ông đang lý luận rằng nếu không có thuế tài sản, thì không có nhu cầu "tẩu tán" tài sản bằng cách cho đi tiền của của mình.

Mặc dù có ít bằng chứng thực nghiệm liên quan đến các khoản đóng góp nhân đạo với mục đích né thuế, nhưng việc cho tặng tài sản trước qua đời chắc chắn là một cách để tránh thuế tài sản. Năm 2004, tờ *Wall Street* đề nghị với Buffett rằng ông nên đảm bảo tiền của mình được chuyển cho chính phủ nếu ông cảm thấy nhất thiết phải ban hành và áp dụng thuế tài sản. Tờ báo thách thức ông không lợi dụng những lỗ hổng trong luật thuế tài sản bằng cách hiến tặng tài sản của mình cho một quỹ từ thiện trước khi ông qua đời. Tuy nhiên, giờ thì ai cũng biết đây chính là điều Buffett đã làm khi ông tuyên bố trao tặng 31 tỷ USD cho Quỹ từ thiện Bill & Melinda Gates, và 6 tỷ USD cho các quỹ từ thiện do các con của ông điều hành.[46]

(46) Buffett không hiến tặng tất cả số tiền này trong một lúc. Ông sẽ cho đi khoảng 5% một năm. Chính phủ sẽ thu nếu Buffett chết truớc khi toàn bộ số tiền được chi trả.

Buffett cho rằng người giàu phải đóng thuế nhiều hơn. Vậy tại sao ông lại chọn cách tặng phần lớn tài sản của mình cho các quỹ từ thiện này thay vì để chính phủ thu hồi chúng sau khi ông về thế giới bên kia? Lời giải thích hợp lý duy nhất là Buffett tin rằng các quỹ này sẽ chi tiêu tiền của ông khôn ngoan hơn chính phủ.

Nhiều người cực giàu khác cũng ủng hộ thuế tài sản. Nhưng họ tiếp tục lợi dụng những lỗ hổng pháp luật để tránh thuế bằng cách hiến tặng tiền của mình cho người khác trước khi chết. Điều gì giải thích nghịch lý này? Có lẽ câu trả lời nằm đâu đó giữa tội lỗi và lòng vị tha. Họ có thể cảm thấy có tội khi có quá nhiều tiền, nhưng họ không tin chính phủ sẽ tiêu tiền của họ một cách khôn ngoan. Nhưng như những người bảo thủ đã chỉ ra, chúng ta không cần thuế tài sản mới có được kết quả tương tự. Những ai cảm thấy tội lỗi có quyền tự do cho tặng tiền của của mình cho bất cứ người nào họ thích – thậm chí kể cả chính phủ, nhưng họ không nên buộc những người khác phải làm như họ.

TÓM TẮT CHƯƠNG 9

- Trong những năm gần đây, một số cơ hội đầu tư tốt nhất đã xuất hiện ở những quốc gia đang chuyển đổi nền kinh tế của họ. Ví dụ, Nga và Trung Quốc đang chuyển hướng theo chủ nghĩa tư bản thị trường tự do và thoát khỏi thị trường do nhà nước kiểm soát. *Hãy phân bổ một phần danh mục của bạn vào những nền kinh tế đang nổi lên. Cách tốt nhất để làm điều này là thông qua các quỹ tương hỗ và quỹ EFT.*

- Mặc dù thuế là cần thiết, nhưng cách đánh thuế có ý nghĩa rất quan trọng đối với sức khỏe của nền kinh tế. Những mức thuế quá cao hoặc lũy tiến quá mức sẽ làm nản lòng các nhà đầu tư. *Hãy phân bổ phần lớn danh mục đầu tư của bạn vào những cổ phiếu trong khi các mức thuế đang được cắt giảm. Hãy phân bổ vốn ít hơn khi Quốc hội quyết định tăng thuế.*

- Khi nói đến thuế, Buffett theo những người tự do. Ông chống lại nỗ lực của Quốc hội trong việc loại bỏ thuế đánh trên thu nhập từ cổ tức. Tuy nhiên, Quốc hội đã quyết định giảm thuế suất đánh lên cả cổ tức lẫn lợi tức từ vốn dài hạn xuống còn 15%. Trừ phi những khoản giảm thuế này có hiệu lực vĩnh viễn, thuế suất sẽ trở lại các mức cao như cũ kể từ năm 2011. Mặc dù Buffett ủng hộ thu thuế cao, nhưng ông cũng cho rằng bãi bỏ thuế đánh trên cổ tức là điều ngớ ngẩn. *Trừ phi có lý do chính đáng để hy vọng rằng thuế suất sẽ không tăng trở lại, hãy sẵn sàng giảm mức phân bổ danh mục của bạn vào cổ phiếu khi chúng ta đến gần năm 2011. Đặc biệt, hãy chuẩn bị bán những cổ phiếu có thu nhập cao từ cổ tức vì chúng sẽ bị đánh thuế với mức cao nhất.*

- Buffett cũng chống lại những nỗ lực loại bỏ thuế tài sản. Ông sát cánh cùng phe tự do khi cho rằng được sống ở Mỹ là điều giúp nhiều người giàu trở nên giàu có. Do đó, khi họ qua đời, tài sản của họ nên thuộc về chính phủ. Tuy nhiên, phe bảo thủ chỉ ra rằng tài sản được tạo dựng từ sự lao động chăm chỉ và tính tiết kiệm. Đó là những gì còn lại sau khi thanh toán mọi khoản thuế. Do đó, không nên đánh thuế chồng lên thuế. Việc miễn thuế tài sản hết hiệu lực vào năm 2010, sau đó trở lại với mức cao trong năm 2011. *Nếu bạn sắp để lại tài sản trị giá ít nhất là 1 triệu USD trong năm 2011 hoặc sau đó, hãy đảm bảo rằng bạn đã tìm hiểu kỹ qua một dịch vụ tư vấn tài sản tốt. Đồng thời, hãy xem xét cách làm của Buffett. Hãy tận dụng những lỗ hổng cho phép bạn tránh hoặc tối thiểu hóa mức thuế tài sản phải nộp bằng cách hiến tặng phần lớn tài sản của mình cho các quỹ từ thiện mà bạn chọn trước khi qua đời.*

10

HÃY ĐƯA RA THÔNG TIN ĐỊNH HƯỚNG

Từ bằng chứng thu thập được, chúng tôi không thể đồng ý với những khuyến nghị rằng các công ty cần ngừng việc cung cấp thông tin định hướng hàng quý.

- Joel Houston, Baruch Lev, Jenny Tucker, 2007

Trong Chương 4, chúng ta đã biết Buffett thừa nhận công khai việc ông từ chối bán đi một doanh nghiệp tốt với bất cứ giá nào đã gây tổn hại về mặt tài chính của Berkshire. Trong Chương 9, chúng ta thấy phản đối của Buffett đối với vấn đề giảm thuế đánh vào những người được xem là giàu có không phục vụ lợi ích tốt nhất của nhà đầu tư. Trong chương này, chúng ta sẽ khám phá Buffett cũng là một người chỉ trích việc cung cấp thông tin định hướng về thu nhập. Trên thực tế, ông đã khuyến khích nhiều công ty trong danh mục đầu tư của Berkshire, bao gồm Coca-Cola, Washington Post và Gillette, chấm dứt việc cung cấp thông tin định hướng. Sự phản đối của ông đối với hoạt động cung cấp thông tin là một ví dụ khác cho thấy quan điểm của ông có thể gây thiệt hại cho nhà đầu tư.

Cung cấp thông tin thu nhập định hướng là một hoạt động thường xuyên trong đó nhà quản trị thông báo cho các nhà đầu tư và các nhà phân tích biết họ nên kỳ vọng công ty (của nhà quản trị) sẽ đạt thu nhập ở mức nào trong kỳ báo cáo tiếp theo. Thông tin định hướng thường được chuyển tải qua một cuộc họp báo hoặc bằng một thông cáo báo chí. Qua nhiều năm, Buffett dần dần tin rằng thông tin định hướng là một thông lệ xấu. Ông cho rằng nó khuyến khích một cách không thích hợp các nhà quản lý và đầu tư tập trung vào lợi nhuận ngắn hạn thay vì hiệu quả dài hạn. Thay vì cung cấp thông tin thu nhập định hướng cụ thể, các tập đoàn nên cung cấp nhiều thông tin chi tiết hơn nữa về hoạt động kinh doanh của mình. Họ nên cho nhà đầu tư biết thêm về những chỉ số then chốt có ý nghĩa quan trọng trong ngành và công bố thêm thông tin về chiến lược dài hạn của công ty, Buffett và những người ủng hộ ông nói.

Để thực sự hiểu rõ tại sao thông tin định hướng lại trở thành điểm gây tranh cãi, trước hết cần phải hiểu cách thức báo cáo thu nhập ở Mỹ. Ủy ban Chứng khoán yêu cầu tất cả các công ty đại chúng phải nộp báo cáo thu nhập hàng quý bằng mẫu 10-Q, và báo cáo thu nhập thường niên theo mẫu 10-K. Các báo cáo thường niên phải được kiểm toán bởi một công ty kiểm toán độc lập, trong khi báo cáo hàng quý không cần thiết phải qua kiểm toán. Mục đích của báo cáo quý là cung cấp cho cổ đông – là các chủ sở hữu công ty – thông tin về hiệu quả hoạt động của công ty. Báo cáo 10-K được kiểm toán để cổ đông tin tưởng rằng bộ máy quản lý không tạo ra số liệu giả trên báo cáo của mình.

Các công ty phải báo cáo thu nhập thực tế, nhưng không có điều khoản buộc họ phải cung cấp thông tin định hướng về thu nhập

trong tương lai. Nói cách khác, bộ máy quản lý phải cho nhà đầu tư biết chính xác công ty đã có bao nhiêu thu nhập trong quá khứ, nhưng họ không bắt buộc phải thảo luận về mức thu nhập công ty có thể đạt trong tương lai. Tuy nhiên, hầu hết các công ty đều tự nguyện chọn cách đưa ra bình luận về các kỳ vọng trong tương lai và cung cấp những dự báo thu nhập cụ thể trong tương lai. Lý do họ làm việc này rất đa dạng, nhưng cơ bản, điểm cốt lõi là vì nhà đầu tư yêu cầu cung cấp thông tin. Đây cũng là lý do nhiều công ty chọn cách tự nguyện báo cáo kết quả tài chính thực sự hàng quý. Họ đã làm điều đó từ rất lâu trước khi Ủy ban Chứng khoán yêu cầu họ phải làm như vậy.

Nếu một công ty đạt lợi nhuận lớn trong quý gần nhất thì điều đó rất tuyệt vời. Nhưng điều mà nhà đầu tư thực sự muốn biết là họ có thể đặt kỳ vọng gì cho tương lai. Xét cho cùng, giá cổ phiếu chính là sự chiết khấu của những kỳ vọng trong tương lai – chứ không phải những kết quả trong quá khứ. Quá khứ là lịch sử. Quá khứ có thể thú vị và mang lại cho chúng ta cảm giác thoải mái, nhưng quá khứ chỉ thích hợp nếu nó "nói" cho chúng ta biết những điều hữu ích của tương lai. Đặc biệt, những kết quả quá khứ chỉ ra các khuynh hướng mới nổi có tiếp diễn hay không, hay cho chúng ta lý do để nghĩ rằng mọi việc sẽ thay đổi hoàn toàn?

Các nhà đầu tư mua cổ phiếu hôm nay không có quyền hưởng dòng tiền được phân phối trong quá khứ, họ chỉ có quyền hưởng dòng tiền trong tương lai. Đây là lý do tại sao các nhà đầu tư muốn lắng nghe về tương lai và tại sao họ cần biết họ nên kỳ vọng vào điều gì. Tuy nhiên, những người theo chủ nghĩa hoài nghi nói rằng các nhà đầu tư cá nhân không phải là những người yêu cầu thông tin

này. Họ nói chính các nhà phân tích và các nhà đầu tư tổ chức mới thực sự yêu cầu cung cấp thông tin định hướng. Họ trích dẫn những số liệu chỉ ra rằng các nhà đầu tư cá nhân đang trở thành những phần tử nhỏ bé trong thị trường tổng thể, trong khi các tổ chức như quỹ tương hỗ, quỹ hưu bổng, công ty bảo hiểm và các quỹ thanh khoản linh hoạt đang ngày càng lớn mạnh trong việc sở hữu doanh nghiệp và tiến hành hoạt động mua bán chứng khoán. Họ nói rằng thật ngây thơ khi ai đó cho rằng các nhà đầu tư đơn lẻ bình thường muốn có thông tin định hướng.

Cũng có một phần sự thật trong lập luận này, nhưng lại hoàn toàn không thích hợp, rằng chỉ có các nhà đầu tư cá nhân mới nên lo lắng về vấn đề này. Có nghĩa là chúng ta không nên quan tâm đến lớp nhà đầu tư tổ chức, vốn được xem là phức tạp hơn. Tuy nhiên, các tổ chức là đại diện cho các cá nhân. Phía sau mỗi nhà đầu tư tổ chức là một nhóm nhà đầu tư cá nhân. Tại sao phải quan tâm liệu bạn sở hữu cổ phiếu General Electric trực tiếp, hoặc gián tiếp thông qua một quỹ tương hỗ hay quỹ hưu bổng? Dù trực tiếp hay gián tiếp thì sự thịnh vượng tài chính nói chung của bạn đều phụ thuộc vào hiệu quả hoạt động kinh doanh của GE. Do đó, chẳng có ý nghĩa gì khi cho rằng các nhà đầu tư tổ chức và các nhà đầu tư cá nhân là những thực thể hoàn toàn khác biệt với những lợi ích đầu tư khác nhau.

QUẢN LÝ DÀI HẠN

Nhưng thậm chí khi không giận dữ chỉ trích các tổ chức thì các nhà phê bình cũng cho rằng thông tin thu nhập định hướng buộc các nhà quản trị điều hành doanh nghiệp một cách không thích hợp nhắm vào các mục tiêu ngắn hạn thay vì dài hạn. Họ lập luận rằng thông tin định hướng làm cho nhà quản trị tập trung xử lý thông tin

thu nhập thay vì quan tâm đến hoạt động sản xuất kinh doanh. Dường như họ tin bằng cách loại bỏ thông tin định hướng, bộ máy quản lý sẽ chuyển trọng tâm sang những hoạt động mang lại lợi ích cho cổ đông trong dài hạn một cách thần kỳ, thay vì chỉ cố gắng vượt qua những kỳ vọng về thu nhập hàng quý trong hiện tại.

Chắc chắn rằng việc quản lý một tương lai dài hạn sẽ tốt hơn nhiều. Việc xử lý thu nhập ngắn hạn rõ ràng là một ý tưởng tồi. Ví dụ, bộ máy quản lý có thể dễ dàng thúc đẩy thu nhập trong quý hiện tại bằng cách loại bỏ chi tiêu cho hoạt động nghiên cứu và phát triển. Tuy nhiên, nếu làm như thế họ có thể bóp nghẹt thu nhập của năm tiếp theo, hoặc vài năm tiếp theo. Rõ ràng, đây không phải là một quyết định khôn ngoan, dù nó có thể mang lại một đợt gia tăng mạnh nhưng tạm thời trong giá cổ phiếu.

Những mánh khóe xử lý thu nhập như vậy có thể là kết quả từ áp lực phải "đạt con số mục tiêu". Nhưng áp lực đó không do thông tin định hướng gây ra. Dù ban quản trị có cung cấp thông tin định hướng hay không thì nhà đầu tư và nhà phân tích vẫn cứ tiếp tục hình thành những kỳ vọng đối với doanh nghiệp. Do Ủy ban Chứng khoán yêu cầu phải có báo cáo thu nhập hàng quý, nhà đầu tư sẽ hình thành kỳ vọng theo quý. Nếu Ủy ban Chứng khoán yêu cầu các tập đoàn báo cáo thu nhập tài chính hàng tháng, các nhà đầu tư sẽ đặt kỳ vọng theo tháng. Chắc chắn không có lời giải thích nào khác cho thực tế hết sức cơ bản và đơn giản này.

Do thông tin định hướng không phải là điều làm cho nhà đầu tư hình thành kỳ vọng, nên sẽ chẳng có ý nghĩa gì khi khuyến khích các công ty ngừng cung cấp thông tin định hướng. Trái lại, việc loại bỏ thông tin định hướng có thể làm vấn đề trở nên tồi tệ hơn. Xét

cho cùng, thông tin định hướng từ bộ máy quản trị có lẽ là nguồn thông tin đáng tin cậy nhất về kỳ vọng thu nhập trong tương lai mà các nhà đầu tư có thể nhận được. Thông tin định hướng cần được đưa ra bởi những người đang thực sự điều hành công ty. Có lẽ không ai có thể biết rõ hơn họ về khả năng thu nhập của công ty. Việc loại bỏ nguồn thông tin quan trọng này sẽ chỉ làm gia tăng sự hoài nghi và không chắc chắn về hoạt động của các công ty mà thôi.

TÍNH DỄ BIẾN ĐỘNG

Buffett và những người phản đối thông tin định hướng chắc hẳn tin rằng họ đang làm những điều tốt nhất cho các cổ đông. Nhưng dường như điều mà họ cảm thấy vô cùng thất vọng là tính dễ biến động lớn trong giá cổ phiếu, thường xảy ra sau những lần công bố thông tin thu nhập của doanh nghiệp. Ví dụ, không lạ lùng gì nếu bạn nhìn thấy cổ phiếu một công ty sụt giảm vài đô-la chỉ vì họ không đạt được lợi nhuận kỳ vọng một vài xu. Những người phản đối thông tin định hướng thích tập trung vào dài hạn nói rằng cách thức phản ứng này quả là buồn cười. Có lẽ họ đúng. Nhưng thay vì nghĩ rằng một đợt bán tháo cổ phiếu không hợp lý là cơ hội để mua thêm cổ phiếu giá rẻ, thì họ lại cố gắng loại bỏ tính dễ biến động bằng cách loại bỏ thông tin định hướng. Nhưng chẳng có lý do chính đáng nào để tin việc loại bỏ thông tin định hướng sẽ giảm được tính dễ biến động một cách tối đa. Sẽ hiệu quả hơn nhiều nếu tiến hành loại bỏ hoàn toàn việc công bố thông tin thu nhập hàng quý. Tuy nhiên, không ai nghiêm túc đề nghị chúng ta làm điều đó cả.

Tính dễ biến động trong ngày công bố thông tin định hướng là một vấn đề đặc biệt khó chịu đối với những nhà đầu tư cá nhân trước tháng 10/2000. Trở lại thời điểm đó, các tập đoàn thường loại trừ

nhà đầu tư cá nhân khỏi những thư mời dự hội nghị. Họ thường tổ chức hội nghị khi có một thông tin quan trọng cần công bố, chẳng hạn như thu nhập trong quý. Họ cũng thường cung cấp thông tin định hướng doanh số và thu nhập trong những cuộc họp này. Ủy ban Chứng khoán bắt đầu nhận được những lời phàn nàn từ những người không được mời tham dự về việc công bố các thông tin có chọn lọc này. Ủy ban Chứng khoán cũng nhận thấy giá cổ phiếu thường tăng hoặc giảm đột ngột trong khi cuộc họp đang diễn ra. Đây là do những người nắm thông tin "tay trong" đang tiến hành giao dịch cổ phiếu hoặc thông báo cho những khách hàng "ruột" của họ trước khi toàn bộ thị trường biết tin.

Để tạo ra một sân chơi công bằng hơn, Ủy ban Chứng khoán đã ban hành quy định công bố thông tin công bằng, trong đó các công ty cung cấp thông tin một cách công bằng và đúng thời điểm. Thông tin này giờ đây phải được công bố đồng thời cho tất cả những người có nghĩa vụ và quyền lợi liên quan. Họ không được phép công bố thông tin bí mật cho một nhóm nhà phân tích hoặc nhà đầu tư tuyển chọn. Hầu hết các tập đoàn hiện nay gởi thông báo mời họp qua mạng Internet. Ngày nay, bất cứ người nào cũng có thể theo dõi các cuộc họp này khi chúng đang diễn ra. Mọi nhà đầu tư đều có thể tiếp cận những thông tin giống nhau ở những thời điểm giống nhau như các nhà chuyên môn trong ngành. Thậm chí, bạn không cần phải là cổ đông công ty mới được mời. Mặc dù các tập đoàn vẫn được phép gặp nhà phân tích và nhà đầu tư tổ chức riêng rẽ, nhưng họ bị cấm cung cấp bất cứ thông tin nào có thể được xem là thông tin quan trọng và chưa tiết lộ công khai. Nếu họ vô ý làm như vậy, họ sẽ phải nhanh chóng công bố ngay thông tin và nộp báo cáo về Ủy ban Chứng khoán trong vòng 24 giờ sau đó.

Bất kể quy định công bố thông tin công bằng và mang lại cho mọi nhà đầu tư quyền tiếp cận các thông tin quan trọng tại cùng một thời điểm, giá cổ phiếu vẫn phản ứng một cách mạnh mẽ trước mọi công bố thông tin thu nhập. Điều này khó có thể thay đổi nếu thông tin định hướng bị loại bỏ. Hơn nữa, nếu ban quản trị ngừng cung cấp thông tin định hướng, có thể một số nhà phân tích sẽ ngừng quan tâm đến cổ phiếu. Điều này có thể không là gì đối với những công ty lớn như Coca-Cola, nhưng sự quan tâm của nhà phân tích không phải là điều mà các công ty nhỏ muốn là có được. Đối với một công ty có mức vốn hóa nhỏ, việc giảm cường độ xuất hiện của thông tin có thể làm giảm sự quan tâm của công chúng, đồng nghĩa với chi phí vốn tăng lên. Còn những nhà phân tích tiếp tục quan tâm đến cổ phiếu sau khi ban quản lý chấm dứt việc cung cấp thông tin định hướng thì sao? Họ sẽ không chấm dứt việc ước lượng thu nhập của công ty. Đó là một phần quan trọng trong công việc của họ. Hãy thử tưởng tượng khách hàng sẽ phản ứng ra sao nếu nhà phân tích đưa ra báo cáo nghiên cứu mà không kèm theo dự báo thu nhập. Nhà phân tích ước tính thu nhập bởi vì khách hàng yêu cầu phải có thông tin đó. Nhưng nếu công ty ngừng cung cấp thông tin định hướng thì ước tính của nhà phân tích nhiều khả năng bị sai lệch. Nhiều nhà đầu tư phàn nàn rằng chênh lệch giữa thu nhập thực tế và ước tính do các nhà phân tích đưa ra là quá lớn. Nếu không có thông tin định hướng, các khoản chênh lệch đó còn lớn hơn nhiều.

Hơn nữa, việc chấm dứt cung cấp thông tin định hướng không ngăn cản nhà quản trị tự hình thành các kỳ vọng vì mục đích quản trị nội bộ. Tất cả những công ty được quản lý tốt đều phải tạo ra nguồn ngân sách ngắn hạn. Họ phải ước tính doanh thu và chi tiêu cho những tuần, tháng và quý tiếp theo. Ngay cả khi họ ngừng cung

cấp thông tin định hướng cho nhà đầu tư, họ vẫn phải đưa ra những số liệu ước tính về thu nhập và dòng tiền cho mình. Khác biệt duy nhất là họ sẽ không cho tất cả chúng ta biết họ kỳ vọng như thế nào. Điều này xem ra không phải là một ý tưởng hay. Ít thông tin hơn sẽ tạo ra sự mập mờ lớn hơn, và sự mập mờ càng lớn thì rủi ro càng cao. Nhà đầu tư có thể vẫn mua cổ phiếu của các công ty không còn cung cấp thông tin định hướng nữa, nhưng họ muốn mua với giá thấp hơn. Kết quả không thể tránh khỏi đối với công ty là chi phí vốn sẽ lớn hơn.

BẰNG CHỨNG

Nếu bạn cho rằng những ý kiến được trình bày ở đây chỉ là sự phỏng đoán mà thôi, bạn hãy suy nghĩ lại. Có vô số bằng chứng cho thấy việc loại bỏ thông tin thu nhập định hướng là một ý tưởng tồi. Những khám phá từ cuộc nghiên cứu của Đại học Washington xem xét 96 công ty chính thức công bố ngừng cung cấp thông tin định hướng thu nhập hàng quý từ năm 2000 đến 2006 sẽ khiến mọi nhà đầu tư quan tâm. Việc loại bỏ thông tin thu nhập định hướng dẫn đến tổn thất về tài sản của cổ đông một cách đáng kể.

Các nhà phê bình đôi khi lý luận rằng những con số thống kê chưa hẳn có ý nghĩa về mặt kinh tế. Vậy đây là một cách nhìn khác đối với kết quả nghiên cứu: trung bình, một công ty có giá trị vốn hóa thị trường 10 tỷ USD sẽ mất đi khoảng 480 triệu USD trong giá trị tài sản trong thời gian ba ngày sau khi ban quản trị quyết định không công bố thông tin thu nhập định hướng nữa. Con số này có lẽ đủ ý nghĩa về mặt kinh tế để mọi người chú ý.

Hơn nữa, việc bán tháo cổ phiếu trong ngày công bố thông tin

không phải là kiểu giao dịch chỉ xảy ra một lần. Hóa ra, các công ty chấm dứt công bố thông tin định hướng cũng tiếp tục làm ăn kém đi trong năm tiếp theo. Ngoài ra, ước tính thu nhập của nhà phân tích dành cho những công ty này cũng trở nên kém chính xác hơn. Vì phỏng đoán nên quả thực là sự chênh lệch giữa thu nhập thực tế và mức phỏng đoán trở nên lớn hơn đối với những công ty ngừng cung cấp thông tin định hướng.

Các tác giả của cuộc nghiên cứu tin rằng việc loại bỏ thông tin thu nhập định hướng đưa ra tín hiệu cho nhà đầu tư biết ban quản trị công ty cảm thấy ít lạc quan hơn về dòng tiền tương lai. Đây không phải là sự trùng hợp khi nhiều công ty quyết định chấm dứt cung cấp thông tin định hướng lại gặp rắc rối trong việc đạt được những số liệu ước tính thống nhất cho những quý trước đây. Các công ty này cảm thấy tốt hơn nên im lặng về những kỳ vọng thu nhập hơn là thẳng thắn trình bày tương lai một cách định lượng.

Nghiên cứu thứ hai của Đại học Florida và Đại học New York kiểm tra tác động của việc ngừng và tiếp tục cung cấp thông tin thu nhập định hướng. Các nhà nghiên cứu đã nhận diện ra trong 222 công ty chấm dứt cung cấp thông tin định hướng từ năm 2002 đến 2005 có 26 công ty chính thức công bố chấm dứt cung cấp thông tin định hướng và 196 công ty quyết định chấm dứt cung cấp thông tin mà không công bố công khai. Những công ty này đang trải qua thời gian hết sức khó khăn trong việc đáp ứng hoặc vượt qua những ước tính thu nhập. Họ chấm dứt cung cấp thông tin định hướng bởi vì hoạt động kinh doanh diễn ra không tốt đẹp, chứ không phải vì họ thực sự tin rằng việc chấm dứt cung cấp thông tin định hướng là điều tốt đẹp cho cổ đông. Thật thú vị là các nhà nghiên cứu cũng khám phá ra

rằng nhiều công ty trên thực tế đã tiếp tục thông lệ cung cấp thông tin thu nhập định hướng khi các điều kiện kinh doanh được cải thiện.

Hơn nữa, các tác giả của cuộc nghiên cứu này nhận thấy sự quan tâm của các nhà phân tích giảm xuống đối với những công ty ngưng cung cấp thông tin, điều này lý giải tại sao nhiều công ty ngần ngại việc chấm dứt thông lệ này dù ngày càng có nhiều áp lực từ những tổ chức như Phòng Thương mại và Công nghiệp. Họ cũng nhận ra ước tính thu nhập của các nhà phân tích trở nên ít chính xác hơn khi thông tin định hướng không được cung cấp. Và trái với niềm tin phổ biến, các tác giả còn nhận thấy rằng các công ty chấm dứt hoạt động cung cấp thông tin cũng không cung cấp những loại thông tin khác. Về cơ bản, ít thông tin định hướng hơn đồng nghĩa với ít thông tin hơn ở các mặt khác. Có lẽ điều gây thất vọng nhất mà họ khám phá ra là các công ty ngừng cung cấp thông tin định hướng cũng ít hành động để nâng cao giá trị dài hạn. Ví dụ, họ không gia tăng chi phí tài chính hoặc đầu tư cho hoạt động nghiên cứu và phát triển. Các tác giả kết luận: "Chúng tôi không thể chứng thực cho những khuyến nghị thường được nêu ra, rằng các công ty nên ngừng cung cấp thông tin định hướng hàng quý". Dựa trên những nghiên cứu sâu sắc và toàn diện, thật khó có thể tìm ra điều gì hay ho một khi việc cung cấp thông tin định hướng bị chấm dứt.

KHÔNG CÓ THÔNG TIN ĐỊNH HƯỚNG Ở BERKSHIRE

Warren Buffett là một nhà đầu tư cực kỳ thành công với uy tín lớn và xứng đáng với những thành tích mà ông đã đạt được vì lợi ích cao nhất của cổ đông. Kết quả là khi ông mạnh dạn bảo vệ một quan

điểm nào đó, phần lớn những người còn lại trong cộng đồng đầu tư đều có khuynh hướng ủng hộ. Không ai muốn bị xem là một người chống Buffett. Vì Buffett ghét việc cung cấp thông tin định hướng, nên việc này cũng trở thành "trào lưu" đối với nhiều nhà đầu tư khác đi theo quan điểm của Buffett.

Berkshire Hathaway không cung cấp thông tin định hướng, và cổ đông của Berkshire dường như rất hài lòng với quyết định này. Xét cho cùng, tại sao bạn nhất quyết phải đòi thông tin định hướng một khi bạn có Warren Buffett điều hành công ty của mình? Cổ đông của Berkshire không cần đến thông tin định hướng vì họ tin tưởng Buffett. Buffett cũng thuyết phục một số công ty trong danh mục đầu tư của Berkshire ngừng cung cấp thông tin định hướng. Họ cảm thấy an toàn khi sở hữu những cổ phiếu giống với Berkshire. Nhưng không phải công ty nào cũng có Warren Buffett tham gia điều hành hoặc ngồi trong hội đồng quản trị. Không phải công ty nào cũng hưởng lợi từ kiến thức đầu tư xuất sắc và tầm nhìn xa của Buffett. Chính sách không cung cấp thông tin định hướng có thể có hiệu quả tốt ở Berkshire và một số công ty khác mà Berkshire sở hữu, nhưng không có nghĩa là nó cũng đúng cho mọi tập đoàn khác.

Để thực sự cảm nhận được tầm ảnh hưởng mạnh mẽ như thế nào của Buffett, hãy so sánh AT&T và Coca-Cola. Khi AT&T thông báo, sau khi thị trường đóng cửa ngày 23/01/2003, rằng họ sẽ chấm dứt cung cấp thông tin định hướng, giá cổ phiếu lập tức lao dốc. Ngày tiếp theo, giá đóng cửa của cổ phiếu này mất đi 19%, hay 4,83 USD một cổ phiếu. Nhưng khi Coca-Cola đưa ra thông báo tương tự chỉ một tháng trước đó, giá cổ phiếu vẫn duy trì ổn định. Trong hai ngày giao dịch tiếp theo, Coca-Cola chỉ mất khoảng 2%,

hay 93 xu một cổ phiếu. Tất nhiên, có nhiều sự khác biệt quan trọng giữa hai công ty này tại thời điểm đó, bất cứ sự khác biệt nào cũng có thể giải thích được phản ứng giá cổ phiếu khác nhau quá xa này. Nhưng có một điểm khác biệt then chốt không thể bỏ qua: Buffett ngồi trong hội đồng quản trị Coca-Cola khi họ thông báo chấm dứt cung cấp thông tin định hướng. Trong khi đó, AT&T không có Buffett trong hội đồng quản trị để đảm bảo độ tin cậy cho cổ đông của mình.

Bằng chứng đã rất rõ ràng. Việc khuyến khích các công ty ngừng cung cấp thông tin định hướng thu nhập không phải là một ý tưởng thật hay. Khi thông tin định hướng bị loại bỏ, cổ đông thường gánh chịu một khoản lỗ khá lớn, ít nhà phân tích quan tâm đến công ty và ước tính thu nhập kỳ vọng trở nên thiếu chính xác. Hơn nữa, không có gì bảo đảm rằng các công ty chấm dứt cung cấp thông tin về hoạt động của họ sẽ cung cấp thông tin bổ sung về các kế hoạch chiến lược dài hạn, và không có bằng chứng nào cho thấy họ gia tăng mức độ đầu tư để tối đa hóa giá trị dài hạn. Tuy các công ty có quyền sở hữu mở rộng có thể nhận được nhiều sự quan tâm và có thể hoạt động tốt mà không cần cung cấp thông tin định hướng, nhưng những công ty nhỏ có thể phải trả giá đắt nếu họ chấm dứt thông lệ này.

Có lẽ điều đáng lo ngại nhất là nhiều người nghĩ rằng chỉ khuyến khích các công ty chấm dứt cung cấp thông tin định hướng là chưa đủ, họ muốn nhìn thấy lệnh cấm được ban hành. Nhưng trong kỷ nguyên hồi phục sau các vụ bê bối doanh nghiệp thì những người quản lý nhà nước đang làm tất cả những gì có thể để thúc đẩy doanh nghiệp cung cấp thêm thông tin, chứ không phải hạn chế

thông tin. Việc cấm cung cấp thông tin định hướng bằng pháp luật cũng sai lầm như việc bắt buộc phải thực hiện nó. Quyết định cung cấp hay không nên thuộc về quyền của các nhà quản trị công ty. Mặc dù bằng chứng từ các cuộc nghiên cứu cho thấy cổ đông sẽ được phục vụ tốt hơn khi nhận được thông tin nhiều hơn, nhưng cũng có lúc quyết định giữ im lặng lại là chiến lược tốt nhất. Ví dụ, các nhà quản trị có thể lo sợ chính đáng rằng việc cung cấp những thông tin thu nhập định hướng cụ thể có thể mang lại lợi thế cho đối thủ cạnh tranh. Tất nhiên, nếu nhà đầu tư không đồng ý với quyết định của ban quản trị, họ sẽ bày tỏ phản ứng bằng cách bán cổ phiếu đi. Nói tóm lại, quy định bãi bỏ cung cấp thông tin định hướng – hoặc bắt buộc phải cung cấp – sẽ gây tổn hại cho cổ đông hơn là giúp đỡ họ.

TÓM TẮT CHƯƠNG 10

- Buffett tin rằng thông tin định hướng sẽ khuyến khích tư duy ngắn hạn và làm cho các nhà quản trị tác động đến kỳ vọng thu nhập thay vì tập trung vào hoạt động kinh doanh. Tuy nhiên, thông tin định hướng không phải là điều làm cho nhà đầu tư hình thành kỳ vọng của mình. Nguyên nhân thực sự là do Ủy ban Chứng khoán, họ yêu cầu các công ty báo cáo kết quả tài chính hàng quý. Ngay cả đối với các công ty đã chấm dứt cung cấp thông tin định hướng, nhà đầu tư vẫn tiếp tục hình thành kỳ vọng vào thu nhập hàng quý. *Hãy tránh đầu tư vào những công ty từ chối cung cấp thông tin định hướng, đặc biệt nếu họ cũng không cung cấp những thông tin cụ thể khác giúp nhà đầu tư hiểu doanh nghiệp sẽ hoạt động ra sao trong tương lai.*

- Phần lớn sự chống đối cung cấp thông tin định hướng bắt nguồn từ tính dễ biến động của giá cổ phiếu, thường xuất hiện vào thời điểm công ty công bố thu nhập. Giá cổ phiếu có thể biến động mạnh, thậm chí khi thu nhập trên mỗi cổ phiếu không đạt được mức kỳ vọng chỉ một vài xu. *Nếu bạn thực sự tin rằng việc bán tháo cổ phiếu có liên quan đến thu nhập kỳ vọng là điều không hợp lý, bạn nên chào đón nó như là một cơ hội để mua thêm cổ phiếu với giá rẻ hơn.*

- Nhiều nhà nghiên cứu chỉ ra các khoản thua lỗ có ý nghĩa về mặt thống kê lẫn kinh tế trong tài sản của cổ đông khi thông tin định hướng bị loại bỏ. Ngoài ra, việc chấm dứt cung cấp thông tin định hướng cũng dẫn đến việc các nhà phân tích ít quan tâm hơn và những ước đoán thu nhập kỳ vọng cũng kém chính xác hơn. Hơn nữa, không có bằng chứng nào cho thấy

những công ty chấm dứt cung cấp thông tin định hướng có động thái cải thiện giá trị dài hạn của cổ đông. *Nếu bạn sở hữu cổ phiếu của một công ty mà bạn nghi ngờ rằng họ sắp chấm dứt cung cấp thông tin định hướng, hãy xem xét bán nó thật nhanh. Đừng quay lại mua cổ phiếu này cho đến khi bạn tin rằng các điều kiện kinh doanh được hồi phục.*

- Một số công ty trải qua những đợt bán tháo cổ phiếu nặng nề khi họ chấm dứt cung cấp thông tin định hướng. Các công ty khác hoàn toàn không có những phản ứng như vậy. Sự khác biệt đôi khi nằm ở sự tín nhiệm mà các cổ đông đặt vào bộ máy quản lý. *Sự tín nhiệm của bộ máy quản lý đặc biệt quan trọng nếu bạn đầu tư dài hạn. Tất cả các công ty sẽ trải qua những giai đoạn khó khăn, nhưng những công ty có các nhà quản trị uy tín lãnh đạo sẽ có nhiều cơ hội hồi phục nhanh hơn, ngay cả khi họ quyết định chấm dứt cung cấp thông tin thu nhập định hướng hoặc thực hiện những hành động khác không nhất thiết vì lợi ích tốt nhất của nhà đầu tư trong ngắn hạn.*

KẾT LUẬN

Warren Buffett là một huyền thoại sống ngay trong chính thời đại của mình. Chắc chắn ông là nhà đầu tư vĩ đại nhất còn sống trên thế giới này. Ông cũng là người được viết sách nhiều nhất. Gần đây, khi tìm chữ "Warren Buffett" trong phân mục "sách" trên Amazon.com, có gần 3.000 kết quả xuất hiện, trong đó có ít nhất 100 quyển có từ Buffett trong tựa sách. Việc xuất bản quyển sách này cũng làm dài thêm danh sách ấy.

Các nhà đầu tư hết sức hâm mộ Warren Buffett. Phần lớn sự ca tụng của họ là kết quả trực tiếp của sự thành công và giàu có của ông. Dù gì đi nữa thì ông cũng là một trong những người giàu có nhất thế giới. Cách đây không lâu, ông đã đồng ý hiến tặng phần lớn tài sản của mình cho quỹ từ thiện do Bill Gates điều hành. Nhưng không phải túi tiền khổng lồ hoặc sự hào phóng kỳ lạ của ông làm cho ông trở thành tâm điểm của quá nhiều sự chú ý đến như vậy. Người ta cũng rất thích thú với tính cách của ông. Dù là người hết sức giàu có và thông minh, ông thường xuất hiện như một người bình dị. Mọi người yêu thích khả năng phi thường của ông trong việc thực hiện những đánh giá bằng lý trí thông thường, óc khôi hài và hoàn toàn không có cái tôi tồn tại trong ông. Buffett có đủ tính cách của Albert Einstein và Cảnh sát trưởng Taylor trong loạt phim truyền hình thời thập niên 1960 của Andy Griffith. Bạn không thể nào không ngưỡng mộ, tôn trọng và yêu quý ông. Trước hết, bạn muốn dùng đến trí

tuệ của ông trong hầu như bất cứ chủ đề gì. Sau đó, bạn muốn ngồi ở ngoài hiên nhà ông, cùng ăn bánh táo với ông.

Có lẽ, điều thú vị nhất về Warren Buffett là không ai có thể "phân loại" ông thuộc dạng người nào. Thực tế, việc cố gắng phân loại các chiến lược đầu tư của Buffett là một sai lầm thường mắc phải ở nhiều tác giả và nhà nghiên cứu. Các chuyên gia về đầu tư cũng thường thích đặt đồng nghiệp của mình vào một nhóm rồi dán nhãn cho họ. Họ thích nói những điều đại loại như: "Đây là nhà đầu tư giá trị" hoặc "Kia là nhà đầu tư tăng trưởng". Tuy nhiên, đối với Buffett thì không thể có những cái nhãn tiện dụng như vậy. Buffett là một nhà đầu tư giá trị nhưng ông cũng mua cả những cổ phiếu tăng trưởng. Buffett là một nhà đầu tư mua và nắm giữ, đồng thời cũng buôn bán cổ phiếu. Buffett thích đầu tư vào những công ty có mức vốn hóa lớn, nhưng cũng không bỏ qua các công ty trung bình và nhỏ. Buffett chỉ mua các công ty và cổ phiếu của Mỹ, nhưng gần đây ông bắt đầu mua lại các doanh nghiệp ngoài nước Mỹ. Buffett được biết đến nhiều nhất như một người mua các cổ phiếu cá nhân hoặc toàn bộ công ty, nhưng ông cũng mua cả chứng khoán có thu nhập cố định như trái phiếu. Thực tế, Buffett còn tham gia cả vào tiền tệ, hàng hóa, và chứng khoán phái sinh. Thật sự không ai có thể phân loại Buffett một cách rõ ràng được. Không có cái nhãn phù hợp nào để gắn cho ông. Một khi bạn nghĩ rằng mình đã xác định được phong cách của ông thì ông lại thay đổi.

Ngoài ra, nhiều nhà quan sát tin rằng Buffett là người sắt đá. Nói cách khác, họ nghĩ rằng ông tuân theo một số nguyên tắc nào đó và không bao giờ rời xa chúng. Họ tin rằng ông đã thành công bằng cách thực thi những chiến lược cơ bản giống nhau hết lần này đến lần

khác, Họ cũng tin rằng ai cũng có thể trở thành một nhà đầu tư thành công, miễn là họ hiểu được một số bí quyết ưa thích của Buffett và làm theo ông.

Giá như mọi thứ đều dễ dàng đến thế! Tuy vậy, phong cách đầu tư của Warren Buffett hoàn toàn không vững chắc như họ nghĩ. Nếu phải so sánh, nó giống như một dòng dung nham nóng chảy. Đó là do ông thường xuyên thay đổi và tinh chỉnh các chiến lược đầu tư của mình. Buffett biết rõ rằng không có nhà đầu tư nào có thể hy vọng trở nên cực kỳ thành công chỉ bằng cách lặp đi lặp lại những bước đi theo cùng một công thức. Để thực sự thành công, nhà đầu tư phải sẵn sàng điều chỉnh phong cách và chiến lược của mình theo từng điều kiện, hoàn cảnh cụ thể. Buffett luôn là một cậu học trò của thị trường, ông không ngừng học hỏi dù ông đã tốt nghiệp các trường kinh doanh nổi tiếng nhất của Mỹ. Nền tảng giáo dục của Buffett chưa bao giờ đi đến hồi hết, và bạn cũng nên như vậy.

Nhưng mặc dù ông sẵn sàng thay đổi và thích ứng với môi trường, vẫn có ba điều mà Buffett luôn nhất quán. Trước hết, ông rất yêu thích ngành kinh doanh bảo hiểm. Tài sản cá nhân của Buffett là kết quả trực tiếp của chỉ một cổ phiếu – Berkshire Hathaway – và thành công của Berkshire phần lớn là nhờ một ngành – bảo hiểm. Lèo lái Berkshire tiến vào ngành bảo hiểm, Buffett có thể chạm tay vào khối lượng vốn khổng lồ chờ phân bổ của ngành này. Ông nhận thấy từ lâu rằng Berkshire có thể kiếm được cả gia tài bằng cách nhận các khoản phí bảo hiểm từ các hợp đồng bảo hiểm và đầu tư chúng với tỷ suất thu nhập cao hơn đủ để thanh toán những vụ đòi bảo hiểm trong tương lai mà vẫn còn nhiều khoản lợi nhuận còn lại cho cổ đông.

Điều thứ hai không thay đổi ở Buffett là ông luôn đặt nặng tầm quan trọng của một bộ máy quản lý xuất sắc. Bộ máy quản lý tốt thực sự rất quan trọng để tạo ra giá trị dài hạn. Điều này nhất quán với lý thuyết tài chính, vì rằng một công ty có bộ máy quản lý yếu kém nếu được một bộ máy quản lý khác tốt hơn kiểm soát và điều hành thì sẽ có giá trị cao hơn. Đây là một lý do thường được trích dẫn trong các vụ thu mua công ty một cách thù địch. Tuy nhiên, Buffett hoàn toàn không thích thu mua công ty theo cách này. Ông hoàn toàn không quan tâm gì đến những công ty được quản lý kém bởi ông không quan tâm đến việc điều hành chúng. Thay vào đó, ông mời những nhân vật hàng đầu của những công ty được điều hành tốt trực tiếp liên lạc với ông nếu họ sẵn sàng bán doanh nghiệp của mình. Nhưng ông không muốn các nhà quản lý này nghỉ hưu hay ra đi sau vụ mua bán công ty. Buffett chỉ quan tâm đến việc mua lại những công ty tốt có sẵn các nhà quản lý giỏi và sẵn sàng ở lại tiếp tục điều hành công ty.

Buffett cũng nổi tiếng ở khía cạnh đạo đức. Cụ thể, ông muốn các nhà quản lý làm việc cho mình phải hiểu rằng cổ đông là số một. Ông không quan tâm đến việc các nhà quản lý giỏi của ông kiếm được rất nhiều tiền, miễn là cổ đông của ông được giàu lên. Ông rất ghê tởm trước sự tham lam quá độ xuất hiện ở các tập đoàn lớn trong những năm gần đây. Buffett đã nhìn thấy quá nhiều CEO được hưởng quá nhiều quyền mua cổ phiếu ưu đãi và các gói thưởng cực lớn trong khi công ty hoặc cổ phiếu của họ thì chẳng có gì tốt đẹp cả. Ông cũng đã chứng kiến quá nhiều công ty phải viện đến những thủ thuật kế toán và các mánh khóe khác như mua lại cổ phiếu quỹ (ít có ý nghĩa về mặt kinh tế nhưng có thể thúc đẩy giá cổ phiếu) ít nhất là trong một khoảng thời gian đủ dài để những nhà quản lý thực hiện

quyền mua cổ phiếu ưu đãi và nhanh chóng bán chúng đi với giá cao. Nói chung, Buffett đã chứng kiến quá nhiều nhà quản lý hưởng lợi cá nhân bằng tiền của cổ đông công ty của họ.

Thứ ba, Buffett chủ yếu dựa vào phân tích chiết khấu dòng tiền để tìm kiếm các cổ phiếu và các công ty có khả năng mua lại với giá thấp hơn giá trị nội tại. Lý thuyết tài chính cho chúng ta biết rằng giá trị của bất cứ tài sản nào cũng chỉ đơn giản bằng với giá trị hiện tại của tất cả các dòng tiền tương lai mà tài sản đó tạo ra theo kỳ vọng dành cho nó. Mặc dù Buffett không phải lúc nào cũng thích các lý thuyết tài chính khó hiểu và thường xuyên bày tỏ sự bất đồng với giới học thuật, nhưng phân tích chiết khấu dòng tiền là đề tài mà Buffett và giới học thuật có sự đồng thuận rất cao. Tuy những nhà đầu tư bình thường đôi khi cảm thấy sợ hãi khi nói đến phương pháp chiết khấu dòng tiền, nhưng phương pháp phân tích này không có gì là phức tạp như vẻ bề ngoài của nó. Nghiên cứu một vài báo cáo từ Phố Wall và xem xét một vài bảng tính là bạn có thể có được kỹ năng và tự tin sử dụng phương pháp này để nhận diện những cổ phiếu đang được bán với giá thấp hơn giá trị thực của nó.

Điều quan trọng cần nhấn mạnh là phân tích chiết khấu dòng tiền được sử dụng để tìm ra những cổ phiếu bị định giá thấp – chứ không phải cổ phiếu giá trị. Đây là sự khác biệt thường không được cảm nhận đầy đủ. Một cổ phiếu bị định giá thấp là một cổ phiếu có thể được mua lại với giá thấp hơn giá trị nội tại của nó. Còn một cổ phiếu giá trị chỉ đơn giản là một cổ phiếu có các hệ số giá thấp. Tuy có vô số ví dụ cho rằng cổ phiếu giá trị thường mang lại hiệu quả cao hơn cổ phiếu tăng trưởng (là những cổ phiếu có các hệ số giá cao) trong khung thời gian đầu tư dài hạn, nhưng các cổ phiếu giá trị

không phải lúc nào cũng bị định giá thấp, còn cổ phiếu tăng trưởng không phải lúc nào cũng được định giá cao. Buffett dựa vào phân tích chiết khấu dòng tiền để nhận diện những cổ phiếu bị định giá thấp. Tốt nhất hãy mua những cổ phiếu đang được bán với giá thấp hơn giá trị thực của chúng. Tuy nhiên, cũng có vướng mắc trong cách tư duy này. Khi bạn kết luận một cổ phiếu bị định giá thấp, bạn đang giả định rằng bạn đúng theo phân tích của bạn, còn tất cả những người khác trên thị trường là sai. Suy cho cùng, nếu mọi người đều đồng ý rằng cổ phiếu đó thực sự bị định giá thấp thì họ hẳn đã bắt đầu mua và đẩy giá nó lên cao từ lâu.

Điều này đưa chúng ta đến một vấn đề quan trọng khác. Tuy Buffett đồng ý với giới học thuật về giá trị lý thuyết của việc phân tích chiết khấu dòng tiền, ông vẫn bất đồng với họ ở một số điểm khác. Ví dụ, nhiều học giả (và một số lượng lớn những người thực hành) tin rằng thị trường có tính hiệu quả, nghĩa là giá cả cổ phiếu phản ánh chính xác giá trị thực của chúng. Do đó, họ không tin ai đó có thể thường xuyên thu được kết quả tốt hơn chỉ số của thị trường trong thời gian dài bằng cách lựa chọn cổ phiếu để mua vào. Tuy họ thừa nhận các nhà đầu tư siêu hạng như Buffett thực tế có tồn tại, nhưng họ sẵn sàng loại bỏ điều này bằng cách xem đó là những trường hợp ngoại lệ. Tuy nhiên, Buffett không sử dụng lý thuyết quản lý danh mục hiện đại và giả thuyết thị trường hiệu quả. Ông cho rằng có quá nhiều cái gọi là "ngoại lệ" trên thị trường, nên nhà đầu tư thông minh cần xem xét lại hiệu lực của lý thuyết quản lý danh mục hiện đại. Buffett tin rằng các nhà đầu tư thông minh biết nghiên cứu, chỉ mua những cổ phiếu bị định giá thấp và nắm giữ trong dài hạn để có thể nhận được những kết quả vượt trội so với mức trung bình của thị trường. Tuy các nhà đầu tư thần tượng hóa

Buffett và xem ông như một bằng chứng cho thấy thị trường không hiệu quả, bản thân Buffett lại thích trích dẫn Walter Schloss, một bậc thầy về đầu tư thường xuyên vượt trội thị trường trong sự nghiệp đầu tư hơn 47 năm của mình.

Đa dạng hóa là một khái niệm được giới học thuật ưa thích. Tuy nhiên, thông điệp của Buffett về vấn đề này có phần pha trộn. Giới học thuật nói rằng mọi người nên nắm giữ một danh mục đầu tư đa dạng hóa rộng. Họ thường khuyến nghị đầu tư vào các quỹ tương hỗ hoặc quỹ chứng khoán tổng hợp hoạt động theo những chỉ số có nền tảng rộng. Theo giới học thuật, đa dạng hóa sẽ đảm bảo cho nhà đầu tư nhận được thu nhập cao nhất cho bất cứ mức độ rủi ro nào. Tuy nhiên, đa dạng hóa lại kìm hãm nhà đầu tư với tỷ suất thu nhập trung bình của thị trường. Những người nắm giữ một danh mục đầu tư đa dạng hóa rộng không có nhiều hy vọng vượt trội so với thị trường.

Cho đến khá gần đây, danh mục đầu tư của Berkshire vẫn rất tập trung. Hiện nay Berkshire đang sở hữu hơn 70 công ty con, hàng tá mã cổ phiếu của các công ty đại chúng và đủ loại chứng khoán có thu nhập cố định. Berkshire đã trở nên đa dạng hóa hơn lúc nào khác trong lịch sử của mình. Berkshire tăng trưởng quá nhanh và có quá nhiều tiền để đầu tư nên không thể không đa dạng hóa được. Tuy nhiên, công ty vẫn chưa đa dạng hóa đến mức lý thuyết tài chính yêu cầu. Dưới sự lãnh đạo của Buffett, Berkshire đã chuyển hóa từ vị thế cực kỳ tập trung sang đa dạng hóa sâu rộng hơn. Buffett cũng khuyến nghị đa dạng hóa nhiều hơn đối với những người khác. Ông nói rằng đại đa số các nhà đầu tư bình thường nên đa dạng hóa rộng. Tuy nhiên, ông cũng lý luận rằng chỉ cần khoảng 5-6 mã cổ phiếu

trong danh mục cũng mang lại mức độ đa dạng hóa đầy đủ cho những nhà đầu tư biết mình đang làm gì và thực sự hiểu cách đánh giá doanh nghiệp.

Xin nhắc lại, có ba điều có thể nói một cách chắc chắn về Buffett là (1) ông có sự khao khát kinh doanh trong ngành bảo hiểm, (2) ông đặc biệt nhấn mạnh đến chất lượng của bộ máy quản lý, và (3) ông thích mua công ty hoặc cổ phiếu với giá thấp hơn giá trị nội tại của nó theo mô hình chiết khấu dòng tiền.

Chúng ta cũng đã học được một số điều hữu ích khác. Ví dụ, nghiên cứu học thuật cho thấy cổ phiếu giá trị sẽ vượt trội cổ phiếu tăng trưởng trong dài hạn, nhưng cổ phiếu tăng trưởng lại có hiệu quả tốt hơn đối với các nhà đầu tư ngắn hạn. Chúng ta biết rằng những cổ phiếu có giá trị vốn hóa thị trường nhỏ sẽ có hiệu quả cao hơn những cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn trong dài hạn. Ngoài ra, đầu tư theo đà tăng trưởng thực sự có tác dụng. Cụ thể, những cổ phiếu có đà tăng trưởng giá và thu nhập mạnh mẽ thường có kết quả tốt hơn những cổ phiếu khác trong thời gian đầu tư từ 6-8 tháng. Mặc dù nhiều nhà đầu tư không thích các chiến lược đầu tư dựa vào đà tăng trưởng nhưng các nghiên cứu cho thấy đầu tư theo đà tăng trưởng là cách đầu tư chính đáng và mang lại lợi nhuận tốt.

Tuy nhiên, đầu tư theo đà tăng trưởng không phải dành cho tất cả mọi người. Dù không giống như việc mua bán cổ phiếu hàng ngày, nhưng đầu tư theo đà tăng trưởng đòi hỏi sự luân chuyển vốn nhiều hơn đáng kể so với chiến lược mua và nắm giữ đơn thuần. Kết quả là các nhà đầu tư theo đà tăng trưởng phải gánh chịu chi phí giao dịch lớn hơn các nhà đầu tư giá trị dài hạn. Tuy nhiên, chi phí giao dịch hiện này có thể giảm xuống mức tối thiểu nhờ tiện ích giao dịch

qua mạng của các công ty chứng khoán. Nhưng phí môi giới giao dịch không phải là loại chi phí duy nhất cần phải lo lắng. Thuế là một yếu tố khác nữa. Các nhà đầu tư mua và nắm giữ không cần phải chú ý nhiều đến việc nộp thuế. Xét cho cùng, nếu bạn không bán đi thì bạn không hiện thực hóa lợi nhuận. Nếu bạn không hiện thực hóa lợi nhuận, bạn chẳng phải lo lắng gì về việc nộp thuế cho những khoản thu nhập ấy. Tuy nhiên, các nhà đầu tư tăng trưởng thường hiện thực hóa lợi nhuận của mình thường xuyên. Sở thuế không thích các nhà đầu tư mua và nắm giữ, nhưng họ rất "yêu mến" các nhà đầu tư theo đà tăng trưởng.

Chúng ta cũng biết rằng Warren Buffett vận dụng một số chiến lược mà hầu hết những nhà đầu tư bình thường không có đủ điều kiện để áp dụng. Ví dụ, thay mặt Berkshire, ông thường mua lại toàn bộ một công ty nào đó. Thậm chí khi ông chỉ mua lại một số cổ phiếu của một công ty niêm yết, cuối cùng Berkshire vẫn trở thành một trong những cổ đông lớn nhất. Thực tế, ông đã ngồi trong hội đồng quản trị của ít nhất là 20 công ty. Có lúc, ông còn đảm nhận vị trí giám đốc điều hành của Salomon Inc. Dù không thích, nhưng ông phải tính đến việc thay thế các nhà quản lý kém cỏi. Trong bất cứ trường hợp nào, có thể nói một cách công bằng rằng Buffett là người mua lại doanh nghiệp chứ không phải là người mua cổ phiếu. Tuy nhiên, mua cổ phiếu lại là điều phổ biến nhất mà hầu hết các nhà đầu tư bình thường có thể làm được. Đó là do họ không thể có được một vị thế đủ lớn trong bất cứ một công ty nào để vận dụng sức mạnh của sự ảnh hưởng mà Buffett thường có. Nói một cách đơn giản, nhà đầu tư bình thường không thể làm những việc đã giúp Berkshire và Buffett thành công đến thế.

Đầu tư tư nhân vào cổ phần đại chúng (PIPE - Private Investments in Public Equity) cũng là một ví dụ hoàn hảo khác cho thấy những gì Buffett có thể làm được nhưng các nhà đầu tư bình thường lại không thể. PIPE cho phép Berkshire chiếm lấy những vị thế lớn trong các công ty niêm yết trên một nền tảng thuận lợi. Những công ty niêm yết đôi khi sử dụng công cụ PIPE để giành quyền tiếp cận những lượng vốn lớn một cách nhanh chóng mà không cần phải đăng ký với Ủy ban Chứng khoán. Sử dụng PIPE, họ cũng có thể giảm thiểu phí bảo lãnh. Công cụ PIPE thường bắt đầu bằng một loại chứng khoán có thể chuyển đổi và thanh toán cho người mua một dòng tiền lãi hoặc cổ tức. Tuy nhiên, vào một thời điểm nào đó trong tương lai, chứng khoán này có thể được chuyển đổi thành cổ phiếu phổ thông, mang lại cho nhà đầu tư quyền lợi lớn trên vốn chủ sở hữu trong công ty phát hành. Nếu được cơ cấu hợp lý và phát hành hoàn chỉnh, không có gì phải giấu giếm về công cụ PIPE. Tuy nhiên, chúng cũng là một ví dụ khác cho thấy cách Berkshire và Buffett đôi khi có thể triển khai những chiến lược đầu tư mà một nhà đầu tư bình thường không thể vận dụng được. Nếu bạn nhận thấy ý tưởng đầu tư thông qua công cụ PIPE thú vị, hãy xem xét mua cổ phiếu của Berkshire hoặc đầu tư vào một hedge fund thường khai thác chiến lược này.

Có lẽ, một số độc giả cảm thấy ngạc nhiên khi đọc thấy trong quyển sách này rằng không phải tất cả những khoản đầu tư của Buffett đều mang lại cho ông thành công to lớn. Trên thực tế, chúng ta cũng đã xem qua một vài hạng mục đầu tư "có vấn đề" của Berkshire. Tuy nhiên, điều thú vị là Buffett có tài năng thiên bẩm đáng kinh ngạc trong việc biến những thương vụ rắc rối thành những kết quả có lợi. Điều đó thường phải đòi hỏi sự kiên nhẫn rất lớn. Ví

dụ, Berkshire đã mua lại cả General Re và NetJets năm 1998, nhưng mãi đến năm 2006 hai công ty này mới bắt đầu có lợi nhuận. Ngay sau khi mua lại General Re, Buffett đã gặp đủ thứ rắc rối, bao gồm cả những thông lệ bất thường trong kế toán, những hợp đồng bảo hiểm được định giá quá thấp, và những khoản lỗ khá lớn liên quan đến chứng khoán phái sinh. NetJets cũng gánh chịu những khoản chi phí khổng lồ khi cố gắng thâm nhập thị trường châu Âu. Sau khi bắt đầu trụ được ở châu Âu, hoạt động kinh doanh của nó tại Mỹ lại trở nên khó khăn. Tuy nhiên, Buffett chưa bao giờ đầu hàng ở những công ty này. Ông tin tưởng rằng cuối cùng chúng cũng sẽ thành công và đóng góp những khoản lợi nhuận lớn vào tỷ suất lợi nhuận chung của Berkshire. Trọng tâm dài hạn cho phép ông gắn bó với những công ty này dù trong thời khó khăn hay thuận lợi. Điểm cần lưu ý là việc đầu tư dài hạn đôi khi đòi hỏi phải có sự kiên nhẫn rất lớn. Nếu bạn không có lý do gì để tin rằng công ty sẽ xuống dốc, và miễn là bộ máy quản lý có đủ năng lực, bạn chỉ cần "ngồi yên và chờ đợi".

Chúng ta cũng biết về tầm quan trọng của hoạt động quản trị doanh nghiệp tốt và kế hoạch kế nhiệm tại Berkshire. Berkshire có quá khứ không tốt ở những mặt này trong nhiều năm, nhưng hầu hết các nhà đầu tư đều không quan tâm. Xét cho cùng, nhà đầu tư thường không phàn nàn gì về hoạt động quản trị doanh nghiệp và vấn đề kế thừa khi cổ phiếu đang hoạt động tốt. Tuy nhiên, trong những năm gần đây, nhiều nhà đầu tư đã phải nếm mùi khi nhận ra những điều này có ý nghĩa quan trọng như thế nào. Những thất bại ở Tyco, Enron, WorldCom, Adelphia và hơn mười công ty nổi tiếng khác đã xảy ra phần lớn vì thông lệ quản trị doanh nghiệp yếu kém.

Warren Buffett là một giám đốc điều hành xuất sắc. Ông cũng là một trong số những giám đốc điều hành có đạo đức nhất trong

giới kinh doanh. Không may là không phải tất cả các công ty đều may mắn khi có một người như Buffett dẫn dắt. Thậm chí có tốt như Buffett đi nữa thì ông cũng không phải là người bất tử. Một ngày nào đó, Buffett sẽ không còn có thể dẫn dắt Berkshire được nữa. Đây chính là lý do Berkshire phải coi trọng hoạt động quản trị doanh nghiệp và kế hoạch kế nhiệm. Cổ đông cần có một hội đồng quản trị đủ mạnh để giữ cho giám đốc điều hành không đi quá quyền hạn. Họ cũng phải cảm thấy an toàn khi biết rằng luôn có kế hoạch dự phòng để Berkshire tiếp tục hoạt động tốt nếu có điều không hay xảy ra cho Buffett. Nhờ vào các quy định mới của Sàn Chứng khoán New York, các công ty niêm yết không thể nào ngoảnh mặt làm ngơ trước những vấn đề này. Nhưng một số công ty thực hiện tốt hơn những công ty khác. Hơn nữa, nhiều công ty có cổ phiếu được giao dịch ở sàn không chính thức (OTC) lại không mấy quan tâm đến hoạt động quản trị doanh nghiệp và sự kế thừa. Các nhà đầu tư dài hạn đã có một bài học đắt giá trong những năm gần đây khi một số công ty nổi tiếng đổ vỡ, một phần do các thông lệ quản trị doanh nghiệp yếu kém. Trước khi đặt tiền của mình vào bất cứ công ty nào, hãy đảm bảo rằng nó được quản trị tốt.

Quyền mua cổ phiếu ưu đãi cũng thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư trong những năm gần đây. Trái với luồng thông tin phổ biến, Buffett không phản đối việc sử dụng quyền mua ưu đãi. Thực ra, ông tin rằng quyền mua ưu đãi là một công cụ hữu ích để thưởng công cho các nhà điều hành doanh nghiệp. Thậm chí ông còn dự đoán người kế nhiệm ông ở Berkshire sẽ nhận phần lớn bổng lộc của mình từ quyền mua ưu đãi. Tuy nhiên, Buffett phản đối mạnh mẽ việc lạm dụng quyền mua ưu đãi. Ông nghĩ rằng các giám đốc cần phải cố gắng cơ cấu quyền mua ưu đãi theo cách có thể tưởng thưởng

thực sự cho những nhà quản lý có đóng góp giá trị gia tăng và không chỉ xuất hiện trong thời kỳ thị trường tăng trưởng. Ông tin quyền mua cổ phiếu ưu đãi không phải là thứ miễn phí. Buffett là một trong những người lớn tiếng ủng hộ yêu cầu phải ghi nhận chi phí cho các quyền mua ưu đãi trong các thuyết minh thu nhập doanh nghiệp khi chúng được cấp đi. Nhưng thực tế là thực sự chưa phát sinh khoản chi phí nào cho một quyền mua ưu đãi cho đến khi nó được hiện thực hóa. Kế toán thuế công nhận sự thật đơn giản này, nhưng kế toán tài chính lại không. Kết quả là, vì những mục đích của kế toán tài chính, quyền mua ưu đãi được định giá khi chúng được cấp và được ghi nhận chi phí khi chúng được hiện thực hóa. Nhưng vì mục đích của kế toán thuế, quyền mua ưu đãi chỉ được ghi nhận chi phí khi chúng được sử dụng. Ghi nhận chi phí cho quyền mua ưu đãi trước khi chúng được hiện thực hóa cũng sai lầm như việc hoàn toàn không ghi nhận chúng. Hơn nữa, những cách thức xử lý kế toán và thuế khác nhau sẽ làm cho các nhà đầu tư thêm bối rối. Trong bất cứ tình huống nào, nhà đầu tư nên cẩn thận với việc đầu tư vào một công ty nếu chi phí quyền mua ưu đãi trong quý tăng lên nhiều hơn mức vài xu một cổ phiếu.

Một số độc giả có thể cảm thấy ngạc nhiên khi biết rằng Buffett phản đối mạnh mẽ thế nào đối với những nỗ lực cắt giảm thuế. Ví dụ, Buffett ủng hộ thuế tài sản. Ông tin rằng mọi người chỉ nên kiếm tiền để sở hữu cho riêng mình, và từ lâu ông đã thể hiện quan điểm rõ ràng: những người thừa kế của ông chỉ có thể hy vọng nhận được rất ít tài sản thừa kế từ ông. Những người như Buffett sợ rằng nếu thiếu các sắc thuế cao đánh vào tài sản, các cá nhân đã tích lũy được lượng tài sản khổng lồ sẽ chỉ chuyển giao tài sản của mình cho người thừa kế của họ, tạo ra những thế hệ con cái kém cỏi và hư hỏng,

không đóng góp hay mang lại lợi ích gì cho xã hội cả. Nhưng sự thật là những người phải đối mặt với các loại thuế tài sản quá lớn có thể sẽ lên kế hoạch trước và chuyển gánh nặng này bằng cách mua bảo hiểm thuế tài sản (có lẽ từ một trong những công ty của Berkshire) hoặc khai thác những lỗ hổng về thuế, lỗ hổng lớn nhất cho phép người giàu hiến tặng tài sản của mình cho một tổ chức trước khi qua đời. Quả thực, đây chính là điều mà Buffett đang làm. Tuy ông đáng được khen ngợi vì tính hào phóng phi thường của mình, nhưng quyết định cho đi tiền bạc của mình đã đẩy tài sản của ông khỏi bàn tay của chính phủ.

Buffett cũng ủng hộ đánh thuế cao hơn vào thu nhập từ đầu tư. Ông đã chủ động đề nghị chống lại những nỗ lực nhằm giảm thuế cá nhân đánh vào cổ tức, mặc dù cổ tức được trả cho cổ đông chỉ sau khi công ty đã thanh toán hết các khoản thuế liên quan. Nói cách khác, tình trạng này dẫn đến việc đánh thuế hai lần. Tuy vậy, Buffett tin rằng cắt giảm thuế thu nhập từ đầu tư sẽ chỉ mang lại lợi ích cho những người giàu có. Thực tế cho thấy thuế suất thấp hơn sẽ mang lại lợi ích cho tất cả mọi người bằng cách kích thích tăng trưởng kinh tế và gia tăng thu nhập từ thuế của chính phủ liên bang. Tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ hơn đồng nghĩa với việc tạo ra nhiều cơ hội việc làm tốt hơn cho tất cả mọi người trong xã hội. Đánh thuế vào các hạng mục đầu tư với thuế suất cao hơn có lẽ sẽ gây hại hơn là có lợi. Khi các chính trị gia bắt đầu bàn về việc tăng thuế đánh vào người giàu, thì đó cũng thường là thời điểm tốt để rút tiền ra khỏi thị trường. Khi họ bắt đầu nói đến việc giảm thuế suất, bạn nên xem xét mua thêm cổ phiếu.

Cuối cùng, Buffett muốn nhìn thấy các tập đoàn chấm dứt việc cung cấp thông tin thu nhập mang tính định hướng. Ông tin rằng

việc cung cấp thông tin định hướng sẽ khuyến khích tư duy ngắn hạn về phía các nhà đầu tư và nhà quản lý công ty. Buffett không phải là người duy nhất cảm nhận theo hướng này. Một số nhà bình luận và tổ chức đã áp dụng thông lệ này. Tuy nhiên, việc tin rằng thông tin định hướng chịu trách nhiệm cho tư duy ngắn hạn là một nhận thức sai lầm. Không ai tranh cãi việc điều hành một tập đoàn với tầm nhìn dài hạn không phải là một phương pháp ưu việt, nhưng sẽ sai lầm khi tin rằng thông tin định hướng tạo nên tư duy ngắn hạn. Chắc chắn nhà đầu tư tập trung vào các số liệu thu nhập hàng quý, nhưng không phải là do các tập đoàn cung cấp thông tin định hướng. Nhà đầu tư chú ý đến kết quả kinh doanh hàng quý chỉ vì một lý do - Ủy ban Chứng khoán yêu cầu các tập đoàn phải báo cáo kết quả hàng quý. Chính yêu cầu này của Ủy ban Chứng khoán đã làm cho nhà đầu tư tạo ra kỳ vọng hàng quý cho mình. Nếu Ủy ban Chứng khoán yêu cầu các công ty báo cáo kết quả hàng tháng thì nhà đầu tư cũng sẽ có kỳ vọng hàng tháng. Điều này không hề liên quan gì đến thông tin định hướng cả. Việc loại bỏ thông tin định hướng sẽ không chấm dứt được việc các nhà đầu tư tự hình thành kỳ vọng cho chính mình.

Hơn nữa, thông tin định hướng cung cấp những thông tin quý giá. Có ít nhất hai cuộc nghiên cứu chứng minh rằng ước tính thu nhập sẽ trở nên thiếu chính xác khi thông tin định hướng không được cung cấp. Trong một kỷ nguyên mà các cơ quan quản lý nhà nước đang ra sức thúc đẩy sự minh bạch trong công bố thông tin, thì việc khuyến khích các công ty ngừng cung cấp thông tin định hướng quả không phải là một ý kiến hay.

Có một số công ty chưa bao giờ cung cấp thông tin định hướng. Điều này không có nghĩa là nhà đầu tư nên tránh mua cổ phiếu của

họ. Berkshire Hathaway chưa bao giờ cung cấp thông tin, nhưng họ tỏ ra là một trong những hạng mục đầu tư dài hạn tốt nhất trên thị trường. Tuy nhiên, cần phải "tuýt còi" những công ty trước kia có cung cấp thông tin định hướng bỗng nhiên quyết định chấm dứt thông lệ này.

Hàng năm tạp chí *Forbes* đều công bố danh sách xếp hạng các tỷ phú trên khắp thế giới. Chỉ một vài người leo được lên bậc thang cao nhất trong danh sách danh giá này bằng cách đầu tư. Hầu hết họ, như Bill Gates - sáng lập viên của tập đoàn Microsoft, đều kiếm được gia tài khổng lồ chỉ từ một công ty. Trái lại, Warren Buffett là một nhà đầu tư thực sự. Mặc dù tài sản của ông cũng bắt nguồn từ chỉ một công ty, nhưng công ty đó, Berkshire Hathaway, lại rất độc đáo. Berkshire thực sự là một công ty đầu tư. Buffett xây dựng Berkshire bằng cách tái đầu tư các dòng tiền từ lĩnh vực bảo hiểm sang các doanh nghiệp khác. Ông cũng đã giàu lên trong quá trình này. Tuy nhiên, điều quan trọng hơn là ông đã làm cho các cổ đông của mình thịnh vượng trông thấy. Có lẽ không có cá nhân nào khác có thể tạo ra nhiều triệu phú như ông. Dựa trên bằng chứng này, hẳn là sẽ công bằng khi kết luận rằng Warren Buffett là một trong những nhà đầu tư vĩ đại nhất – nếu không muốn nói là nhà đầu tư vĩ đại nhất – của mọi thời đại.

LỜI CẢM TẠ

Tháng 9/2006, trong khi trên đường đến trường quay để làm một cuộc phỏng vấn về nền kinh tế, tôi nhận được một thư điện tử trên máy điện thoại di động BlackBerry từ Jeffrey Krames, một người tôi chưa từng được biết đến trước đó. Bức thư mời tôi liên hệ với ông ấy để thảo luận viết một quyển sách. Ban đầu, tôi nghĩ đó chỉ là một thư rác. May thay, tôi đã làm theo thư mời của Jeffrey trong ngày hôm sau. Trước khi tôi biết chuyện xảy ra, tôi đã nghiền ngẫm trong cả năm trời. Tôi cảm ơn Jeffrey và người trợ lý biên tập đầy năng lực Courtney Young của ông đã khuyến khích và định hướng cho tôi trong suốt quá trình viết quyển sách này.

Tôi rất biết ơn các đồng nghiệp trước và nay ở Forbes Inc, đặc biệt là những thành viên trong gia đình Forbes. Tôi xin cảm ơn Wally, Tim và Steve, trong năm 1997 đã quyết định tuyển một giáo sư tài chính không tên tuổi (là tác giả - ND) làm biên tập viên mới cho *Forbes Special Situation Survey*, một ấn phẩm cung cấp thông tin về đầu tư được người cha và người anh quá cố Malcolm của họ khởi

đầu từ năm 1954. Gia đình Forbes đã trao cho tôi rất nhiều cơ hội tuyệt vời trong thập kỷ vừa qua. Làm việc với họ đã mang lại niềm vui rất lớn cho bản thân tôi. Tôi cũng xin cảm ơn Leonard Yablon, người tiếp tục liên hệ với tôi cho đến ngày nay, để đảm bảo rằng tôi luôn suy nghĩ về thị trường chứng khoán.

Tất cả những cơ hội tuyệt vời ở Forbes Inc, đều đến cùng với những trách nhiệm nghiêm túc. Xuất bản hai bản tin về đầu tư được tạp chí *Hulbert Financial Digest* đánh giá cao, sản xuất một chương trình video phát trên Internet hai tuần một lần, và đều đặn cung cấp những lời bình luận về nền kinh tế và thị trường cho vô số đài phát thành và truyền hình là những việc đủ sức làm tôi bận rộn. Tôi hẳn không thể nào làm hết những việc này, cộng với việc viết sách, nếu không có sự hỗ trợ xuất sắc mà tôi nhận được hàng ngày từ hai nhà phân tích chứng khoán Taesik Yoon và Samuel Ro. Tôi không thể nào tìm ra những cộng sự giỏi hơn họ.

Tôi phải nêu tên những người thầy tuyệt vời của mình, nhiều năm về trước đã truyền cảm hứng cho tôi ở trường Lower Merion High School, Đại học Villanova, và Đại học Kỹ thuật Virginia Tech. Tôi đặc biệt cảm ơn Robert Hansen, Art Keown và John Pinkerton là những thành viên trong hội đồng chấm luận văn của tôi, họ đã chứng tỏ rằng tôi có khả năng làm việc tốt hơn mức mình nghĩ.

Cuối cùng, nhưng quan trọng nhất, tôi vô cùng cảm ơn toàn thể gia đình tôi. Warren Buffett nói rằng ông may mắn được sinh ra ở Mỹ. Còn tôi may mắn khi cha mẹ tôi cảm thấy cần phải di cư sang Mỹ từ lúc tôi và chị tôi, Kayane, còn rất nhỏ. Tôi cũng cảm thấy may mắn rằng mẹ tôi đã giúp tôi quan tâm đến lĩnh vực đầu tư từ khi còn là một cậu thiếu niên. Tôi nợ những lời cảm ơn đặc biệt cho Nooné,

người vợ tuyệt vời của tôi và ba con gái dễ thương của chúng tôi. Nooné không chỉ đóng vai là người phỏng vấn tôi ban đầu mà còn đảm nhận nhiều nhiệm vụ ở nhà để tôi có thể dành thêm thời gian cho việc viết cuốn sách này. Lori, Luciné và Lily đã thể hiện sự kiên nhẫn và sự cảm thông lớn lao trong suốt quá trình ấy. Tôi thường làm việc rất khuya và đã không dành cho các con đủ thời gian của một người cha. Nào, các con, cuối cùng thì mọi việc đã xong. Chúng ta cùng đi chơi bóng nào!

Mục Lục

VAHAN JANJIGIAN

EVEN BUFFETT ISN'T PERFECT

Ngay cả BUFFETT CŨNG KHÔNG HOÀN HẢO

First News

Chịu trách nhiệm xuất bản:

Nguyễn Minh Nhựt

Biên tập : Thành Nam
Trình bày : Văn Đông
Bìa : Nguyễn Hùng
Sửa bản in : Thanh Bình
Thực hiện : First News - Trí Việt

NHÀ XUẤT BẢN TRẺ
161B Lý Chính Thắng - Quận 3, TP. Hồ Chí Minh
ĐT: 39316211 - Fax: 38437450

In 3.000 cuốn, khổ 14,5 x 20,5 cm tại Công ty TNHH một thành viên In Phương Nam (160/13 Đội Cung, Q. 11, TP. HCM). Giấy ĐKKHXB số 92-2010/CXB/02-280/Tre ngày 22/01/2010 - QĐXB số 197B/QĐ-Tre cấp ngày 17/05/2010. In xong và nộp lưu chiểu quý I/2011.


TỔNG HỢP
EBOOK
HAY NHẤT VỀ
ĐẦU TƯ
SINVEST.VN